

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Ocenění společnosti AUTO Heller, s.r.o. pomocí dvoufázové metody diskontovaných  
peněžních toků

Valuation of the Company AUTO Heller, s.r.o. Using Two-stage Discounted Cash Flow  
Method

Student: Bc. Jan Pastuszek

Vedoucí diplomové práce: Ing. Petr Gurný, Ph.D.

Ostrava 2014

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra financí

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Jan Pastuszek**  
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **6202T010 Finance**  
Specializace: **00 Finance**  
Téma: **Ocenění společnosti AUTO Heller, s.r.o. pomocí dvoufázové metody  
diskontovaných peněžních toků  
Valuation of the Company AUTO Heller, s.r.o. Using Two-stage  
Discounted Cash Flow Method**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Popis přístupů a metod pro ocenění společnosti
3. Charakteristika a analýza oceňované společnosti
4. Stanovení tržní hodnoty vybrané společnosti a zhodnocení výsledků
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Seznam příloh

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, 2006. ISBN 978-04-71751-21-2.

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.

MARŠÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.


Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **Ing. Petr Gurný, Ph.D.**

Datum zadání: 22.11.2013

Datum odevzdání: 25.04.2014



  
Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry

  
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

### **Prohlášení**

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracoval samostatně.

V Ostravě dne 13. dubna 2014

  
.....  
Bc. Jan Pastuszek

# Obsah

<b>1 Úvod.....</b>	<b>5</b>
<b>2 Popis přístupu a metod pro ocenění podniku .....</b>	<b>7</b>
2.1 Oceňování obecně.....	7
2.2 Podnik.....	7
2.3 Hodnota podniku a její kategorie.....	8
2.3.1 Tržní hodnota .....	8
2.3.2 Subjektivní hodnota .....	9
2.3.3 Objektivizovaná hodnota .....	9
2.3.4 Kolínská škola.....	10
2.4 Postup při ocenění podniku .....	11
2.4.1 Sběr vstupních dat.....	11
2.4.2 Analýza dat .....	11
2.4.2.1 Strategická analýza.....	12
2.4.2.2 Finanční analýza.....	13
2.4.2.2.1 Horizontální a vertikální analýza .....	14
2.4.2.2.2 Analýzy poměrových ukazatelů .....	14
2.4.2.2.3 Analýza odchylek a pyramidový rozklad.....	17
2.4.2.2.4 Bankrotní index IN .....	18
2.4.3 Finanční plán.....	19
2.5 Metody oceňování podniku .....	20
2.5.1 Majetkové metody .....	21
2.5.2 Výnosové metody .....	22
2.5.2.1 Metoda diskontovaných peněžních toků .....	22
2.5.2.2 Metoda kapitalizovaných zisků .....	25
2.6 Vymezení volných finančních toků .....	25
2.7 Náklady kapitálu.....	26
2.7.1 Náklady na celkový kapitál.....	27
2.7.1.1 Stanovení tržních vah při výpočtu nákladu kapitálu .....	27
2.7.2 Náklady na cizí kapitál.....	28
2.7.3 Náklady na vlastní kapitál.....	29
2.8 Citlivostní analýza .....	32

<b>3 Charakteristika a analýza oceňované společnosti .....</b>	<b>33</b>
3.1 Představení a historie společnosti .....	33
3.1.1 Historie společnosti .....	33
3.1.2 Organizační struktura .....	34
3.2 Analýza prodeje .....	34
3.3 Strategická analýza .....	35
3.3.1 Analýza makroprostředí .....	35
3.3.2 Analýza mikroprostředí .....	37
3.3.2.1 Prognóza tržeb společnosti a relevantního trhu na následující roky .....	40
3.3.3 SWOT analýza .....	44
3.4 Finanční analýza .....	45
3.4.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy .....	45
3.4.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty .....	49
3.4.3 Analýza poměrových ukazatelů .....	50
3.4.4 Závěr finanční analýzy .....	56
3.5 Finanční plán .....	57
3.5.1 Zhodnocení finančního plánu (pro předpokládaný scénář) .....	61
<b>4 Stanovení tržní hodnoty vybrané společnosti a zhodnocení výsledků .....</b>	<b>64</b>
4.1 Stanovení diskontní míry .....	64
4.1.1 Stanovení tržních vah při výpočtu průměrných vážených nákladu kapitálu .....	66
4.2 Stanovení Free Cash Flow to the Firm (FCFF) .....	68
4.3 Stanovení hodnoty společnosti metodou DCF – Entity .....	70
4.4 Výsledná interpretace .....	72
4.5 Citlivostní analýza .....	73
<b>5 Závěr .....</b>	<b>78</b>
<b>Seznam použité literatury .....</b>	<b>80</b>
<b>Seznam zkratk .....</b>	<b>82</b>
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
Seznam příloh	

# 1 Úvod

Problematika oceňování podniku je jednou z nejvýznamnějších oblastí finančního řízení. V České republice se začala rozvíjet počátkem 90. let, v souvislosti s transformací domácí ekonomiky. V dnešní době se podniky musí přizpůsobovat aktuálním podmínkám trhu. Pro oblast oceňování jsou podniky silně ovlivněny rostoucími globalizačními trendy, silnou konkurencí, fúzováním, otevíráním nových trhů apod.

Oceňování podniku slouží ke stanovení konkrétní hodnoty společnosti. Stanovuje se jak pro vlastníky, tak pro investory, popřípadě pro další subjekty. Stanovení konkrétní hodnoty představuje důležitý nástroj manažerského řízení, z důvodů taktického řízení a strategického rozhodování managementu. Pro ocenění existuje celá škála důvodů. Nejčastěji se používá při koupi nebo prodeji společnosti, spojování či rozdělování podniku, poskytování úvěrů, pojišťování, rozhodování o zániku apod. Výsledná hodnota bývá závislá na kvalitě dostupných dat o podniku, časovém horizontu a výběru použité metody pro oceňování.

Cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty společnosti AUTO Heller s. r. o. k datu 1. 1. 2013. Ocenění bude provedeno pro účely pojištění podniku a to na základě dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků DCF – Entity pro vlastníky a věřitelé.

Diplomová práce je rozdělena do tří základních částí. První část se zabývá teoretickým popisem oceňování. Jsou zde popsány základní pojmy pro oceňování podniku, je definován pojem podnik a vysvětlené kategorie hodnoty a uveden postup, ze kterého by se mělo vycházet. Jeho nezbytnou součástí bude strategická analýza včetně SWOT analýzy. Dále je zahrnuta také finanční analýza, která se detailněji zaměří na poměrové ukazatele a pyramidový rozklad ukazatele rentability vlastního kapitálu. Poté následuje sestavení finančního plánu a popis vybraných metod oceňování, konkrétně metod výnosových. Závěr teoretické části je zaměřen na vymezení volných finančních toků a nákladu kapitálu.

V druhé části bude analyzovaná společnost AUTO Heller s. r. o. Zaměříme se na její historii a analýzu prodeje a odvětví, v němž tato společnost působí. Dále budou teoretické poznatky z první kapitoly aplikovány na vybranou společnost. Bude provedena strategická analýza, včetně vymezení relevantního trhu, prognózy tržeb na následující roky a následně provedena SWOT analýza. Dalším krokem bude vypracovat finanční analýzu, která obsahuje jak horizontální, tak i vertikální analýzu rozvahy a výkazu zisku a ztráty. Její součástí bude také nezbytná analýza poměrových ukazatelů. Na závěr následuje sestavení finančního plánu na následující čtyři roky.

Náplní poslední části práce bude určit náklady kapitálu, stanovit volné peněžní toky a zjistit hodnotu podniku vybranou výnosovou metodou. Závěr kapitoly bude patřit citlivostní analýze na vybrané parametry.



## 2 Popis přístupu a metod pro ocenění podniku

V této kapitole jsou nastíněna základní východiska oceňování podniku. Na úvod je nezbytné definovat pojem podnik či hodnota podniku. Dále budou popsány důvody pro ocenění podniku, jednotlivé fáze oceňování včetně strategické a finanční analýzy. Závěr kapitoly bude věnován metodám pro ocenění, včetně stanovení volných peněžních toku a nákladu kapitálu. Informace použité v této kapitole vycházejí z publikací: Dluhošová (2008), Kislíngrová (2001), Mařík (2007, 2011), Obchodní zákoník (č. 513/1991 Sb.), Ručková (2005).

### 2.1 Oceňování obecně

Oceňování podniku je jednou z nejvýznamnějších oblastí finančního řízení firmy a je upraveno zákonem č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.

Oceňování je samo o sobě složitou disciplínou, zahrnuje jak znalosti financí, tak znalosti účetnictví, legislativy apod. Obecně je oceňování službou, kterou si zákazník objednává pro získání určitého užitku jako je např. koupě či prodej, uvádění podniku na burzu, poskytnutí úvěru, pojištění, pro účely zdanění, hodnocení reálné bonity podniku apod.

Oceňování provádí soudní znalci a odhadci. Hlavním účel ocenění je zjistit tržní hodnotu podniku k určitému datu. Dále je také nutné uvést, o jakou kategorii hodnoty se jedná, z jakého podmětu a k jakému datu se ocenění provádí.

### 2.2 Podnik

Pro podnik je možné v odborné literatuře nalézt různé definice. Pro oceňování se používá definice uvedena v obchodním zákoníku, který charakterizuje podnik jako „*soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...*“<sup>1</sup>

Nezbytnou součástí při oceňování podniku je využívání všech závazků. Zákon definuje, že podnik je věc hromadná, proto je nutné se z ekonomického hlediska dívat na podnik jako na funkční celek. Obchodní zákoník praví: „*Podnikáním se rozumí soustavná činnost prováděná samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku.*“<sup>2</sup> Podnik se může oceňovat v jakékoliv fázi životnosti (tj. od jeho založení až po likvidaci).

---

<sup>1</sup> § 5 odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

<sup>2</sup> § 2 odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

## 2.3 Hodnota podniku a její kategorie

Podnik lze ocenit na dvou hladinách hodnot. První je hodnota brutto (hodnota podniku jako celku, jak pro vlastníky, tak pro věřitele), a druhou je hodnota netto (hodnota podniku pouze pro vlastníky).

**Hodnota brutto** je definována v obchodním zákoníku jako obchodní majetek: „Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“<sup>3</sup>

**Hodnota netto** je definována v obchodním zákoníku jako čistý obchodní majetek: „Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“<sup>4</sup>

Při oceňování je velmi důležité, od sebe rozlišit pojem hodnota a cena. Cenou se rozumí konkrétní zaplacená částka za podnik v daném čase a místě. Cena je ovlivňovaná mnoha faktory, jako je například poptávka, nabídka, vývoj ekonomiky, apod. Pod pojmem hodnota se rozumí odhadovaná částka, kolem které by se mohla cena pohybovat. Výsledkem ocenění zpravidla nebývá jedno konkrétní číslo ale interval hodnot, ve kterém by se měla cena pohybovat. Hodnota však není skutečnost, ale pouze odhad pravděpodobné ceny. Faktory ovlivňující hodnotu jsou např. časový horizont, kvalita a rozsah údajů, použitá metoda apod.

Existují čtyři základní přístupy k oceňování podniku, jak tvrdí Mařík (2007):

1. tržní hodnota,
2. subjektivní hodnota,
3. objektivizovaná hodnota,
4. komplexní přístup na základě Kolínské školy.

### 2.3.1 Tržní hodnota

Definice tržní hodnoty je uvedena v Mezinárodních oceňovacích standardech a zní takto: „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a

---

<sup>3</sup> § 6 odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

<sup>4</sup> § 6 odst. 3 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

*nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“<sup>5</sup>*

Mezinárodní oceňovací standardy poukazují na to, že tržní hodnota aktiva je spíše trhem uznanou použitelností, než jeho čistě fyzický stav. Použitelnost, kterou uznává trh nebo jiný podnik se může odlišovat od použitelnosti aktiva pro daný podnik. Z toho lze vyvodit rozdíl mezi tržní a individuální hodnotou.

Tato hodnota je nejčastěji používána jako výsledek ocenění při uvádění podniku na burzu při prodeji podniku.

### **2.3.2 Subjektivní hodnota**

Subjektivní hodnota je hodnotou z hlediska konkrétního investora nebo třídy investorů, např. prodávající či kupující, atd. Tato hodnota je taktéž definována v Mezinárodních oceňovacích standardech jako investiční hodnota: *„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“<sup>6</sup>*

Investiční hodnota je v hlavní míře dána subjektivními názory, představami a případnými konkrétními podmínkami subjektu, podle kterého je sestavována. Tato hodnota majetkového aktiva, může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Využívá se převážně při zjištění vhodné koupě, či prodeji podniku pro konkrétní subjekt.

### **2.3.3 Objektivizovaná hodnota**

Objektivizovaná hodnota se využívá z toho důvodů, že objektivní hodnota podle odhadce neexistuje. Hodnota vychází z německých oceňovacích standardů: *„Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizika a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“<sup>7</sup>*

---

<sup>5</sup> International Valuation Standards 2005, str. 82

<sup>6</sup> International Valuation Standards 2005, str. 95

<sup>7</sup> MARÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku* 2007, str. 27

Tato hodnota by měla být ve velké míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Mezi hlavní zásady patří: udržovat substanci, volný zisk, určení nepotřebného majetku, možnost změny v podniku, určení správné metody pro ocenění, management podniku, zdanění.

Mezi základní odlišnost tržní a objektivizované hodnoty se považuje, že tržní hodnota vyjadřuje průměrné očekávání trhu ohledně budoucnosti. Kdežto objektivizovaná hodnota je postavena převážně na nesporných datech a na současnosti.

V praxi je vhodné využití této hodnoty, při poskytování úvěrů nebo při zjišťování současné reálné bonity podniku.

### **2.3.4 Kolínská škola**

Kolínská škola je založena na subjektivním postoji, z důvodu, že pro ocenění většiny podniků se využívá subjektivní hodnota. Škola je zastáncem, že ocenění nemá smysl přizpůsobovat na základě jednotlivých podnětů, ale na funkcích které má plnit.

Mezi základní funkce oceňování a oceňovatele, patří funkce:

- poradenská,
- rozhodčí,
- argumentační,
- komunikační,
- daňová.

První funkcí je funkce poradenská, která je jednou z nejdůležitějších. Poskytuje informace o maximální ceně, při které kupující neprodělá, a o minimální ceně, při níž by ani prodávající neprodělal. Hovoříme tedy o tzv. hraničních hodnotách.

Jako druhá je funkce rozhodčí, která představuje výkon nezávislého oceňovatele tzv. rozhodčího. Ten by měl odhadnout hraniční hodnoty a nalézt spravedlivou hodnotu v rámci tohoto rozpětí.

Další funkce je argumentační. Oceňovatel hledá vhodné argumenty, pro zlepšení pozice jedné strany a které také slouží jako podklad pro jednání.

Následující komunikační funkce, slouží k zajištění podkladů pro komunikaci s veřejností, investory a bankami.

Poslední funkce je daňová, jejímž úkolem je poskytnout podklady pro daňové jednání.

V praxi se převážně přístup Kolínské školy využívá při transformacích (fúzích), ale i při prodeji podniku.

## 2.4 Postup při ocenění podniku

Postup ocenění podniku je nutné upravovat podle konkrétních podmínek, tj. především podle důvodu ocenění, zvolených metod, na dostupných datech, atd. Obecně je doporučován následující postup:

- 1) sběr vstupních dat,
- 2) analýza dat,
- 3) sestavení finančního plánu,
- 4) ocenění.

### 2.4.1 Sběr vstupních dat

Základním krokem při oceňování podniku je sběr všech potřebných dat o konkrétním podniku. Hlavní roli v tomto procesu hraje dostupnost, spolehlivost a úplnost získaných dat. Shromážděná data lze rozřadit do několika skupin.

- a) *Základní data o podniku* - data, která jej identifikují. Název, právní forma, IČ, předmět podnikání, rozdělení majetkových podílů, základní řídicí struktura podniku, historie podniku.
- b) *Ekonomická data* – účetní výkazy, mezi které patří: výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány.
- c) *Relevantní trh* – vymezení trhu, na kterém se oceňovaný podnik pohybuje, jeho velikost, vývoj a atraktivita, dále také segmentace trhu.
- d) *Konkurenční struktura relevantního trhu* – hlavní přímí konkurenti a možné substituty výrobků nebo produktů oceňovaného podniku.
- e) *Odbyt a marketing* – data o struktuře odbytu a reklama.
- f) *Výroba a dodavatelé* – řízení kvality, certifikáty kvality.
- g) *Pracovníci* – struktura pracovníků, produktivita práce a personální náklady.

### 2.4.2 Analýza dat

Hlavní součástí analýzy dat při oceňování podniku je strategická a finanční analýza. Strategická analýza zohledňuje vliv makro a mikro prostředí. Zatímco finanční analýza má za cíl shrnout finanční výkonost podniku jako celku.

### 2.4.2.1 Strategická analýza

Hlavním cílem strategické analýzy je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Výnosový potenciál podniku se dělí na vnitřní a vnější. Vnější potenciál lze vyjádřit šancemi a riziky v daném odvětví, ve kterém se oceňovaný podnik nachází. Vnitřní potenciál je tvořen silnými a slabými stránkami podniku a říká nám, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům. Důležitou součástí je také analýza konkurence oceňovaného podniku. Výsledkem strategické analýzy je tzv. SWOT analýza, která souhrnně komentuje silné a slabé stránky podniku. Do silných stránek patří všechny výhody, které má daná společnost na rozdíl od konkurence, do slabých stránek naopak všechny nevýhody. Do příležitosti patří vše, co daná společnost mohla využít ke svému rozvoji. Naopak hrozby zachycují to, co by společnost mohlo existenčně ohrozit. Tabulka 2.1 vystihuje obecný příklad SWOT analýzy.

Tabulka 2.1 Obecná SWOT analýza

	SWOT Analýza	
Vnitřní prostředí	Silné stránky	Slabé stránky
	Kvalifikovaný personál Finanční stabilita Unikátní výrobek	Spolehlivost strojů Stabilita procesů Distribuce
Vnější prostředí	Příležitosti	Hrozby
	Nové technologie Noví exkluzivní klienti Dotace na produkt	Daňová reforma Konkurence Korupce

**Makroprostředí** představuje celkový politický, ekonomický, sociální a technologický rámec, ve kterém se daná společnost pohybuje. Faktory působící v makroprostředí nemůže podnik sám o sobě nijak ovlivnit a musí je brát jako dané. Na základě minulých dat je možné predikovat budoucí data makroprostředí a vyvodit směr dalšího vývoje podniku. Mezi nejčastěji zkoumané veličiny můžeme zařadit HDP, úrokové sazby, inflaci a devizové kurzy.

Analýza **mikroprostředí** se zabývá porovnáním podniku s odvětvím, ve kterém se podnik nachází. Mezi hlavní znaky problémů můžeme zařadit identifikaci základních charakteristických znaků odvětví a prognózu vývoje daného odvětví. Z toho vyplývá, že nezbytnou součástí je analýza konkurenčního prostředí.

**Prognóza vývoje tržeb** je pro společnost důležitým krokem pro pohled do budoucnosti. Vývoj tržeb může být odvozen pomocí regresního modelu za použití metody nejmenších čtverců. Testována je závislost tržeb na několika faktorech, které mají vliv na jejich vývoj.

Hlavní skupinu tvoří národohospodářské faktory, vyjádřené především vývojem HDP, celkové výroby či prodeje, spotřeby, hrubých mezd apod. Výhodou těchto faktorů je, že jsou zveřejňovány různými institucemi (MF, ČNB, MPSV apod.), které také dělají jejich prognózy. Druhá skupina zahrnuje obecné faktory poptávky (počet obyvatel, prodej automobilů, ceny ropy apod.). Model může být jednofaktorový i vícefaktorový. Regresní funkce má tvar:

$$x = a + b \cdot f_1 + c \cdot f_2 + \dots \quad (2.0)$$

kde  $x$  je odhad vysvětlované (závislé) proměnné,  $a$  je odhad úrovně konstanty,  $b$ ,  $c$  je odhad regresního koeficientu,  $f_{1,2}$  jsou vysvětlující (nezávislé) proměnné.

Základní předpoklady regresní analýzy jsou shrnuty do několika níže uvedených bodů.

- Závislá proměnná  $Y$  musí být měřena na intervalové úrovni (tzv. metrická proměnná). V případě, že by nebyla, použije se logistická regrese.
- Nezávislé proměnné jsou také, měřeny na intervalové úrovni.
- Nezávislé proměnné by neměly být mezi sebou příliš vysoce korelovány, z důvodu porušení požadavku na absenci multikolinearity.
- V datech nesmí být zahrnuty odlehlé hodnoty, neboť je na tyto hodnoty regresní analýza velice citlivá.
- Proměnné musejí být v lineárním vztahu a normálně rozloženy, z důvodu nepřesnosti výsledku.

Meze, ve kterých by se měly budoucí tržby pohybovat, určují tzv. kvantily. Obecně se používají kvantily budoucího vývoje ve výši 5 %, respektive 95 %. Kvantily log-normálního rozdělení pravděpodobnosti se vypočtou dle následujícího vztahu:

$$S_T^y = S_0 \cdot \exp(\alpha \cdot \Delta t \cdot n + \Phi^{-1}(y) \cdot \sigma \cdot \sqrt{\Delta t \cdot n}) \quad (2.1)$$

kde  $\alpha = \mu - \frac{\sigma^2}{2}$ ,  $\mu = \ln \frac{S_T}{S_0}$ ,  $\mu$  je střední hodnota,  $\sigma^2$  rozptyl,  $\sigma$  směrodatná odchylka  $S_0$  výchozí hodnota,  $\Phi^{-1}(y)$  kvantil 5 % a 95 % vypočten podle funkce NORMSINV,  $n$  je počet kroků,  $\Delta t$  je roční.

#### 2.4.2.2 Finanční analýza

Finanční analýza podniku představuje významnou součást finančního řízení, a proto se bez ní neobejde ani oceňování podniku. Hlavním smyslem analýzy je posouzení finančního zdraví podniku, posouzení vyhlídek v budoucnu a vytvořit základ pro finanční plán. V analýze pracujeme s údaji uvedenými v účetních výkazech tj. rozvaha, výkaz zisku a ztráty a přehled o peněžních tocích. Z toho vychází, že je úzce propojena s finančním účetnictvím a důležitou roli sehrává časové hledisko. Již zmíněné výkazy jsou obsaženy ve výročních zprávách podniku.

Ve finanční analýze existuje celá řada metod, v zásadě se využívají tyto dvě metody: metoda elementární a metoda vyšší. Při realizaci analýzy je důležité dbát na přiměřenost volby metod, která by měla být zvolena s ohledem na účelnost, nákladnost a spolehlivost.

Nejrozšířenější jsou elementární metody, které jsou jednodušší a zahrnují analýzu stavových, rozdílových a tokových ukazatelů. Mezi hlavní ukazatele můžeme zahrnout: ukazatel rentability, aktivity, likvidity, zadluženosti. Údaje pro výpočet ukazatelů jsou zpravidla veřejně dostupné v základních účetních výkazech.

Metody vyšší jsou složitější a používají se v hlubších matematicko-statistických znalostech. K výpočtu je zapotřebí kvalitní software a dobré ekonomické znalosti. Metoda se běžně nepoužívá.

#### **2.4.2.2.1 Horizontální a vertikální analýza**

Horizontální analýza pozoruje vývoj zkoumané veličiny v čase. Tento typ analýzy je vhodný pro použití v případě, že chceme určit, o kolik jednotek a o kolik procent se změnila zkoumaná veličina v čase (zpravidla to bývá meziroční srovnání).

$$\text{Relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} \cdot 100 \quad [\%], \quad (2.2)$$

kde  $U_t$  je hodnota ukazatele,  $t$  je běžný rok,  $t - 1$  je předchozí rok.

Vertikální analýza pozoruje strukturu finančního výkazu k jediné zvolené základně. V analýze rozvahy sledujeme podíl jednotlivých položek na celkovou výši aktiv či pasiv, a ve výkazu zisku a ztráty se za celkovou výši považují např. výše tržeb. V některých případech se této analýze říká také procentní a to z důvodu, že je vyjádřena pouze v procentech. Vertikální analýza se zabývá pouze jedním obdobím, čím se také liší od horizontální analýzy.

$$\text{Podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.3)$$

kde  $U_i$  je hodnota dílčího ukazatele,  $\sum U_i$  je velikost absolutního ukazatele.

#### **2.4.2.2.2 Analýzy poměrových ukazatelů**

Poměrové ukazatele jsou nejčastěji používaným rozborovým postupem k účetním výkazům. Poměrový ukazatel se vypočítá jako poměr jedné položky (skupiny položek) k jiné položce nebo jejich skupině. Tyto analýzy vychází zpravidla ze dvou účetních výkazu a to rozvahy a výkazu zisku a ztrát. Výsledné hodnoty analýzy poměrových ukazatelů nám umožňují rychlý a nenákladný pohled na finanční charakter podniku. Nejčastěji využívanými



ukazateli jsou: ukazatel rentability (výnosnosti), likvidity, aktivity a zadluženosti (struktury zdrojů).

**Ukazatelé rentability** patří mezi nejsledovanější a nejdůležitější. Tento ukazatel přináší informace o celkové efektivitě podnikání a výdělkové schopnosti podniku. Hodnota ukazatele dokáže říci jak efektivně je podnik schopný zhodnocovat dostupný kapitál (vlastní i cizí). Obecně lze ukazatel vypočítat jako poměr zisku a vloženého kapitálu. Mezi nejčastěji používané ukazatele rentability patří:

- *rentabilita aktiv* (ROA) – poměruje zisk s celkovými vloženými aktivy bez ohledu na to, z jakých zdrojů byly financovány,
- *rentabilita vlastního kapitálu* (ROE) – podává obraz o zúročení vlastních zdrojů,
- *rentabilita tržeb* (ROS) – vyjadřuje podíl zisku v Kč na 1 Kč tržeb,
- *rentabilita dlouhodobých zdrojů* (ROCE) – měří, kolik provozního VH před zdaněním dosáhl podnik z 1 Kč, kterou investovali věřitelé.

$$ROA = \frac{EBIT}{A} \cdot 100 \quad [\%], \quad (2.4)$$

$$ROE = \frac{EAT}{VK} \cdot 100 \quad [\%], \quad (2.5)$$

$$ROS = \frac{EAT}{T} \cdot 100 \quad [\%], \quad (2.6)$$

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + DCK} \cdot 100 \quad [\%], \quad (2.7)$$

kde  $A$  jsou celková aktiva,  $EBIT$  představuje výsledek hospodaření před úroky a zdaněním,  $EAT$  je čistý zisk,  $VK$  představuje vlastní kapitál,  $T$  představuje celkové tržby a  $DCK$  symbolizuje dlouhodobý cizí kapitál.

**Ukazatele finanční stability a zadluženosti** se zabývají hledáním optimální kapitálové struktury podniku. To nám ukazuje, jak podnik využívá pro své financování vlastní a cizí kapitál. Financování svých aktiv cizími zdroji můžeme charakterizovat jako zadluženost, která nemusí být vždy negativním jevem. Financování cizími zdroji může vést k větší celkové rentabilitě, ale zároveň s tím přichází riziko finanční nestability. Podstatou je nalezení optimálního poměru mezi vlastním a cizím kapitálem. Mezi základní, patří následující ukazatelé.

Ukazatel celkové zadluženosti (Debt Ratio) vyjadřuje poměr celkových závazků k celkovým aktivům. Obecně platí, že čím je jeho hodnota vyšší, tím je vyšší i riziko věřitelů.

$$\text{Ukazatel celkové zadluženosti} = \frac{CK}{A} \cdot 100 \quad [\%], \quad (2.8)$$

Koeficient samofinancování (Equity Ratio) vystihuje dlouhodobou finanční stabilitu a samostatnost. Výsledná hodnota nám také říká, do jaké míry je podnik schopen krýt své potřeby vlastními zdroji.

$$\text{Koeficient samofinancování} = \frac{VK}{A} \cdot 100 \quad [\%], \quad (2.9)$$

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu nám říká, kolik dluhu cizího kapitálu připadá na jednu korunu vlastního kapitálu.

$$\text{Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu} = \frac{CK}{VK} \cdot 100 \quad [\%], \quad (2.10)$$

Dalším ukazatel je finanční páka, která nám udává jaká část majetku je financována vlastními zdroji.

$$\text{Finanční páka} = \frac{A}{VK} \cdot 100 \quad [\%], \quad (2.11)$$

**Ukazatele likvidity** charakterizují, jak si stojí podnik ve vztahu ke svým krátkodobým závazkům. Obecně řečeno, jak rychle je schopen závazky splácet. Pro vlastníky je nepříznivá situace, když je míra likvidity vysoká. Vysoké hodnoty nám říkají, že finanční prostředky jsou příliš vázané v aktivech a nepracují v dostatečné míře ve prospěch zhodnocení podniku. Následující ukazatele jsou konstruovány podle likvidnosti položek zachycených v čitateli.

$$\text{Celková likvidita} = \frac{\text{oběběž aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.12)$$

Tento ukazatel je vhodný pro mezipodnikové srovnání s podobným zaměřením. Vypočtená hodnota nám říká, kolikrát je podnik schopen uspokojit své věřitelé, při přeměně všech oběžných aktiv na finanční prostředky. Výsledné hodnoty tohoto ukazatele by se měly pohybovat v rozmezí od 1,5 do 2,5.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.13)$$

Oběžná aktiva jsou očištěna od zásob z důvodu, že případný náhlý prodej by mohl být pravděpodobně ztrátový. Výsledné hodnoty by se měly pohybovat v rozmezí od 1,0 do 1,5.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové platební prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.14)$$

V ukazateli okamžité likvidity vystupují pouze nejlikvidnější aktiva, kterými jsou peníze v hotovosti, na bankovních účtech a krátkodobě obchodované cenné papíry. Optimální hodnoty jsou v rozmezí 0,2 až 0,5.

**Ukazatelé aktivity** vyjadřují schopnost společnosti, jak hospodaří s aktivy a jednotlivými složkami aktiv. Rozlišujeme dva typy ukazatelů aktivity a to dobu obratu a počet obrátek. Doba obratu je vyjádřena ve dnech a říká nám, kolik dnů je nutné k uskutečnění jednoho obratu. Zatímco počet obrátek vyjadřuje, kolikrát se daná položka přemění do jiné za určité období, zpravidla jednoho roku.

Ukazatel obratu celkových aktiv, vztahuje celkový obrat k celkovým aktivům, tzn., kolikrát se celková aktiva obrátí za rok.

$$\text{Obrat aktiv} = \frac{\text{tržby}}{A} \quad (2.15)$$

Doba obratu zásob nám udává, jak dlouho jsou zásoby na skladě a vážou na sebe finanční prostředky, neboli za jakou průměrnou dobu podnik prodá své zásoby. Výsledná hodnota je uváděna ve dnech.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (2.16)$$

Ukazatel doby obratu pohledávek vyjadřuje, za jak dlouho nám zákazník zaplatí za prodané zboží či služby.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (2.17)$$

Doba obratu z obchodních závazků zjišťuje dobu, která je mezi nákupem zásob a jejich úhradou, podnik využívá tzv. bezplatný úvěr.

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (2.18)$$

#### 2.4.2.2.3 Analýza odchylek a pyramidový rozklad

Obecně lze analýzu odchylek provést pomocí pyramidového rozkladu vrcholového ukazatele. Pyramidová soustava vrcholového ukazatele je vyjádřena přesně matematicky, z čehož vyplývá, že je možné tento rozbor vyjádřit matematickou rovnicí. Základním principem pyramidové soustavy je postupný rozklad vrcholového ukazatele na dílčí ukazatele a to pomocí aditivní (sčítání a odčítání) a multiplikativní (násobení a dělení) vazby. Rozklad slouží ke zjištění vzájemných vazeb mezi dílčími ukazateli a také vlivu dílčích činitelů na

vrcholový ukazatel. Mezi klíčové vrcholové ukazatele výkonnosti patří, ukazatele rentability. Proto je důležité provádět rozklad těchto ukazatelů.

Velmi známou metodou pyramidové soustavy ukazatelů je DU PONT rozklad, jenž vykresluje rozklad rentability vlastního kapitálu. Pro rozklad rentability vlastního kapitálu první úrovně použijeme následující vztah:

$$ROE = \frac{EAT}{VK} = \frac{EAT}{T} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{VK} \quad (2.19)$$

kde  $EAT/T$  představuje čisté ziskové rozpětí,  $T/A$  obrátku aktiv a  $A/VK$  je finanční páka.

Druhá úroveň rozkladu pro čisté ziskové rozpětí se vypočítává podle vztahu:

$$\frac{EAT}{T} = \frac{EAT}{EBT} \cdot \frac{EBT}{EBIT} \cdot \frac{EBIT}{T} \quad (2.20)$$

kde  $EAT/EBT$  je daňová redukce zisku,  $EBT/EBIT$  je úroková redukce,  $EBIT/T$  je provozní rentabilita.

V podstatě lze rozlišit čtyři základní metody a to podle toho, jak je řešena multiplikativní vazba. Metoda postupných změn a metoda rozkladu se zbytkem, vychází z postupné změny jednoho ukazatele, tzn., že při změně jednoho z ukazatelů jsou hodnoty dalších ukazatelů neměnné. Logaritmická a funkcionální metoda se odráží na současné změně všech ukazatelů.

Metoda postupných změn patří mezi nejpoužívanější, její výhodou je jednoduchost a bezzbytkový rozklad. Metoda je vyčíslena následujícím vztahem:

$$\Delta Y_{ai} = \pi \cdot a_{j,1} \cdot \Delta a_i \cdot \pi \cdot a_{j,0} \cdot \frac{\Delta Y_x}{\Delta x} \quad (2.21)$$

kde  $\Delta Y$  představuje změnu vrcholového ukazatele,  $a$  je dílčí ukazatel,  $a_i$  představuje dílčí ukazatel, jehož vliv se počítá,  $i, j$  jsou pořadová čísla ukazatelů,  $x$  je ukazatel o úroveň vyšší, tedy ten, z kterého je počítán ukazatel dílčí,  $\Delta Y_x$  říká jak se ukazatel  $x$  podílí na vrcholovém ukazateli.

#### 2.4.2.2.4 Bankrotní index IN

Index IN05, jak už i název napovídá, jsou jeho autory manželé Neumaierovi a poslední verze je z roku 1995. Bankrotní Index IN05 je souhrnný index pro hodnocení finančního zdraví podniku prostřednictvím jediného čísla. Index IN je neustále vyvíjen a od předcházející verze se liší hlavně váhami jednotlivých ukazatelů. Výsledné hodnoty nám naznačují, zda podnik v blízké době zbankrotuje či nikoliv, ale také se zabývá tím, zda pro své vlastníky vytváří nějakou hodnotu. V České republice je mezi ekonomy oblíbeným doplňujícím modelem. Index

IN05 je sestavený z několika ukazatelů zabývajících se určitými oblastmi finančního řízení podniku. Následující vzorec vystihuje výpočet pro index IN05:

$$IN05 = V1 \cdot \frac{A}{CZ} + V2 \cdot \frac{EBIT}{úroky} + V3 \cdot \frac{EBIT}{A} + V4 \cdot \frac{výnosy}{A} + V5 \cdot \frac{OA}{KZ + KBU} \quad (2.22)$$

kde  $V_{1-5}$  jsou váhy jednotlivých ukazatelů, které představují jejich význam,  $A$  jsou celková aktiva,  $CZ$  jsou cizí zdroje,  $OA$  značí oběžná aktiva,  $EBIT$  představuje provozní hospodářský výsledek před zdaněním a odečtením úroku,  $KZ$  jsou krátkodobé závazky a  $KBU$  vyznačují krátkodobé bankovní úvěry.

Zda je podnik zdravý či nikoliv poznáme z výsledné hodnoty. Pokud bude hodnota dosahovat více jak 1,6, bude podnik finančně zdravý a s velkou pravděpodobností bude vytvářet hodnotu. Podnik v neutrálním stavu (nebude zdravý ani nemocný) se bude nacházet v intervalu 0,9 až 1,6. Podnik se značnými problémy, finančně slabý a se sklony k bankrotu, bude dosahovat výsledné hodnoty nižší jak 0,9.

### 2.4.3 Finanční plán

Při oceňování podniku různými metodami (v našem případě výnosovými), je nutné sestavit konkrétní finanční plán, který je také součástí podnikového plánu. Finanční plán slouží jako soubor kritérií při rozhodování o činnostech v přítomnosti, které mohou nastat v budoucnu. Z toho vyplývá, že musí být flexibilní a být schopen reagovat na případné změny. Finanční plán se skládá z hlavních účetních výkazů, kterými jsou výkaz zisku a ztráty, rozvaha a cash flow. Sestavením těchto výkazů, předchází určení stěžejních položek podnikání, které mohou výrazným způsobem ovlivnit hodnotu podniku. Mezi ty hlavní řadíme:

- tržby z prodeje hlavního produktu,
- ziskovou marži a zní zjištěný provozní zisk,
- plánovanou výši zásob, závazků a pohledávek,
- výchozí prognózy investic, které budou potřebné k udržení hlavního provozu.

Prognóza tržeb vychází zpravidla ze strategické analýzy, která naznačuje budoucí vývoj makroprostředí a jeho dopad na mikroprostředí podniku. Důležité je zjistit kapacitní možnosti podniku a jejich vývoj v budoucnu.

Provozní ziskové marže, je definována jako podíl korigovaného provozního výsledku hospodaření před zdaněním a odpisy na tržbách. K její výši se můžeme dopracovat dvěma způsoby, shora a zdola. Prognóza shora vychází z vývoje ziskové marže za předešlé období. Zatímco analýza zdola se odvíjí od predikce nákladových a výnosových položek, které vymezují ziskovou marži.

Vývoj nákladu na prodané zboží pro nastávající roky může být stanoven pomocí odhadů obchodní marže ( $Tržby\ za\ prodej\ zboží \cdot (1 - obchodní\ marže)$ ). Výše obchodní marže může být stanovena na základě historického vývoje nebo dle prognóz analytiků v odvětví.

Pracovní kapitál je vypočten pro potřeby při oceňování podniku jako rozdíl oběžných aktiv a neúročených závazků, popřípadě je ještě pracovní kapitál upraven o provozně nepotřebnou část (nadbytečné krátkodobé finanční prostředky). Při plánování jednotlivých položek pracovního kapitálu (zásob, pohledávek, závazků) je možné využít jejich doby obratu, které jsou známy z finanční analýzy společnosti.

Výše investic do dlouhodobého majetku je často stěžejní problematikou, z důvodu nelineárního vývoje. Při prognóze investic tak můžeme vycházet buď z její historické výše a závislosti na výkonech podniku. Nebo můžeme využít investiční plány podnikového managementu, pokud to je však možné.

Plán financování investičních záměrů obsahuje očekávanou výši splátek úvěrů, přijímání nových úvěrů a navýšení vlastního kapitálu. Výsledkem je rozhodnutí, z jakých finančních zdrojů se zajistí finanční rovnováha. Mezi další položky se řadí provozní výnosy a náklady. Jejich prognózu lze vyvodit z historického vývoje.

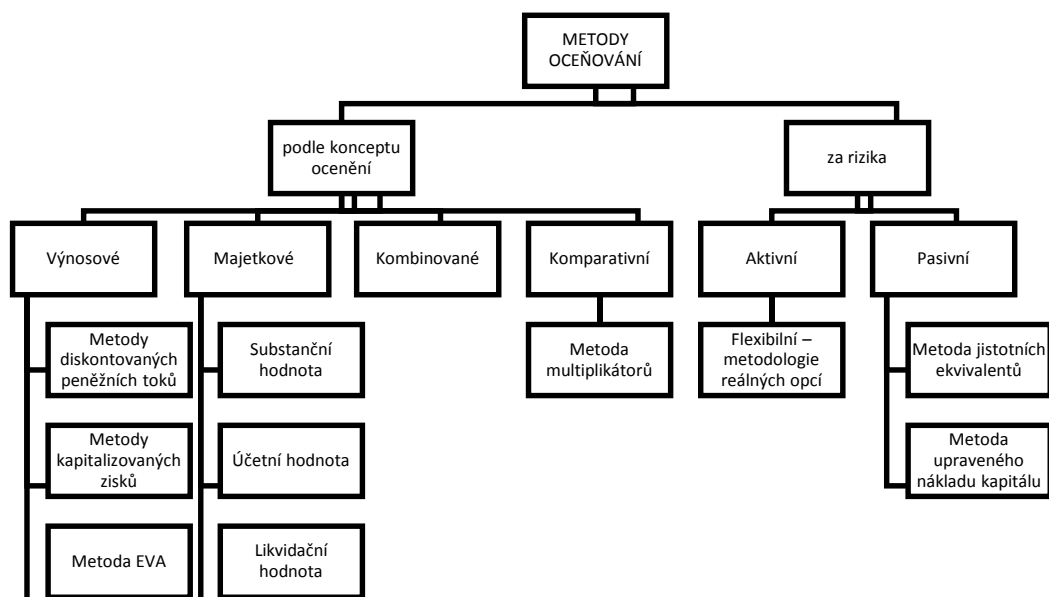
Finanční plán se zpravidla zaměřuje na růst tržní hodnoty podniku a měl by existovat vztah mezi krátkodobými a dlouhodobými plány podniku. Finanční plán je sestavován z časového hlediska pro různá období, nejčastěji na krátkodobé a dlouhodobé. **Krátkodobý finanční plán** je sestavován na dobu několika měsíců maximálně jednoho roku. Vychází z finančních výsledků podniku a tím existuje nízké riziko prognózy. Důležitou součástí plánu je plánovaná výsledovka, plán rozdělení zisku, plánovaná rozvaha a plán peněžních toků. **Dlouhodobý finanční plán** je zpravidla vytvářen na příštích tři až pět let. Někdy je označován jako hrubý plán, protože nemusí už být tak přesný jako krátkodobý. Dlouhodobý plán zahrnuje plán investic, plán dlouhodobého financování, prognózu vývoje prodeje a tržeb, finanční politiku podniku, plánovaná rozvaha, apod.

## 2.5 Metody oceňování podniku

Při oceňování podniku existuje celá škála metod pro stanovení hodnoty podniku. Výběr metody je ovlivněn zejména účelem ocenění a subjektivním postojem oceňovatele. Metody lze rozdělit do dvou hlavních skupin a to dle konceptu ocenění a dle způsobu zohlednění rizika a neurčitosti. Pokud ocenění bude probíhat za podmínek určitosti a rizika, je možné se setkat se dvěma přístupy a to pasivním nebo aktivním. Podle konceptu ocenění existuje několik

základních metod: výnosové, majetkové, kombinované a komparativní. Detailní přehled metod pro oceňování je zachycen ve schématu 2.1.

*Schéma 2.1 Přehled metod stanovení hodnoty*



*Zdroj: Dluhošová, D. Finanční rozhodování a řízení podniku (2008)*

### 2.5.1 Majetkové metody

Majetkové metody pracují se stavovými veličinami, jsou jasné, průkazné a snadno kontrolovatelné. Oceňování pomocí těchto metod spočívá v ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhu. Souhrnné ocenění aktiv podniku je získáno součtem cen. Dále je hodnota vlastního kapitálu dosažena při odečtení veškerých dluhů a závazků.

**Účetní metoda** vychází ze stavových veličin, které jsou zachyceny v rozvaze. Hodnota jednotlivých druhů majetku je odvozena z historických cen. Základem je ocenění stálých a oběžných aktiv, závazků a dluhu v nominální hodnotě. Nejprve se oceňují zvlášť jednotlivé složky aktiv. Následným jejich součtem dostaneme souhrnné ocenění aktiv a při odečtení dluhu a závazků, získáme hodnotu vlastního kapitálu.

$$\text{Hodnota vlastního kapitálu} = \text{účetní hodnota aktiv} - \text{účetní hodnota závazků a dluhů}$$

Výhodou metody je její jednoduchost a snadná dostupnost dat. Oproti tomu velkou nevýhodou je, že vychází z historických dat, nejsou zohledněna nehmotná aktiva a nevychází z tržního ocenění. Účetní metoda se řadí mezi ty nejméně přesné.

Základem pro ocenění pomocí **substanční metody** je reprodukční pořizovací cena jednotlivých aktiv, snižena o reálné ocenění veškerých závazků a dluhu k datu ocenění. Dále se

předpokládá, že podnik bude dále pokračovat ve své činnosti. Schematicky, lze zaznamenat zjednodušený postup výpočtu, jehož výsledkem je substanční hodnota netto.

Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách

+ Výnos z prodeje nepotřebného majetku

= Substanční hodnota brutto

- Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách

= **Substanční hodnota netto**

Tato metoda je velmi pracná a nákladná. Výhodou je zohlednění tržních podmínek, čímž lze reálněji zobrazit hodnotu majetku podniku. Metoda nebere v úvahu vliv současné a budoucí výnosnosti na hodnotu podniku a dále neobsahuje prvky jako je např. goodwill, což lze považovat za nedostatek substanční metody.

**Likvidační hodnota** je založena na předpokladu, že oceňovaný podnik ukončí svou činnost, jeho majetek bude rozprodán a budou splaceny všechny závazky. Likvidační hodnota představuje dolní hranici hodnoty podniku a důležitým faktorem je čas.

## 2.5.2 Výnosové metody

Princip výnosových metod spočívá ve stanovení současné hodnoty budoucích očekávaných výnosů, které jsou vyvolány danými aktivy podniku. Obrazně řečeno, jaký užitek získá investor, pokud investuje do nákupu aktiv. Za užitek si můžeme představit např. zisk, dividendy, finanční toky. Hodnota podniku závisí na určení současné hodnoty budoucích příjmů, volbě časového horizontu a také na stanovení nákladu kapitálu. Rozlišujeme dvě základní metody oceňování: metoda diskontních peněžních toků (DCF) a metoda kapitalizovaných zisků.

### 2.5.2.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF – discounted cash flow) patří mezi základní a v praxi nejpoužívanější výnosové metody. Hlavní myšlenka metod se opírá o odhad budoucích peněžních toků, které plynou z podnikatelského prostředí. Tím se stává budoucí volný peněžní tok nejdůležitějším faktorem při oceňování podniku, protože budou-li růst peněžní příjmy, bude růst i hodnota dané firmy. Klíčovými úkoly při použití těchto metod je vymezení budoucích peněžních toků, stanovení nákladů kapitálu, kterým budou peněžní toky diskontovány a v poslední řadě také stanovení hodnoty podniku vhodnou metodou oceňování.



Metodu diskontovaných peněžních toků můžeme rozdělit na čtyři základní metody oceňování podniku. A to, zda je oceňován celkový kapitál nebo vlastní kapitál, a podle toho jak jsou definovány finanční toky a náklady kapitálu.

- Metoda DCF-Entity (podniku jako celek).
- Metoda DCF-Equity (vlastní kapitál).
- Metody DDM (dividendový diskontní model).
- Metoda APV (upravená současná hodnota).

### **Metoda DCF-Entity**

V této metodě je oceňován celkový kapitál, kdy volné peněžní toky pro vlastníky tak i věřitelé jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu. Výsledkem je tržní ocenění celkového kapitálu dané společností. Hodnota podniku jako perpetuity je daná následujícím vzorcem:

$$V = \frac{FCFF}{WACC}. \quad (2.23)$$

### **Metoda DCF-Equity**

Touto metodou je oceňován pouze vlastní kapitál, kdy se volné peněžní toky vztahují pouze k vlastnímu kapitálu a dále jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu  $R_E$ . Hodnotu podniku lze stanovit jako perpetuitu následovně:

$$V = \frac{FCFE}{R_E}. \quad (2.24)$$

### **Metoda DDM**

Metodou dividendového diskontního modelu je oceňován vlastní kapitál. Finanční tok je vyjádřen pomocí dividendy, která plyne vlastníkům. Jedná se tedy o modifikovaný model DCF, kdy se místo volných peněžních toků používají dividendy. Metoda má hlavní využití v tržní ekonomice, která má vyspělý kapitálový trh. Metodu lze využít v případě, kdy podnik dosahuje zisku a stabilně vyplácí dividendy. Existují situace, kdy jsou finanční toky konstantní anebo konstantně rostoucí (Gordonův model). Propočet hodnoty je tento:

$$V = \frac{DIV}{R_E} \text{ nebo } V = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.25)$$

kde  $DIV$  je dividendy v běžném období,  $R_E$  je náklad na vlastní kapitál,  $g$  je očekávaná míra růstu dividend do nekonečna.

## Metoda APV

Metoda upravené současné hodnoty slouží k oceňování celkového kapitálu. V první řadě se určí hodnota nezadluženého podniku. Finanční toky jsou tvořeny toky podniku s nulovým zadlužením  $FCFE_U$ , které jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadluženého podniku  $R_U$ . V dalším kroku je nutné přičíst současnou hodnotu daňového štítu  $TS$ , který je diskontován náklady dluhu  $R_D$ , tím získáme hodnotu zadluženého podniku. Hodnota podniku je zachycena v následujícím vzorci:

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D} \quad (2.26)$$

V praxi jsou nejvíce využívány metody DCF-Entity a DCF-Equity. Při využití těchto metod se většinou nepředpokládají konstantní finanční toky, proto se při výpočtu využívají tzv. **fázové metody**. Fázové metody jsou založeny na předpokladu rozdělení finančních toků do několika období. Dále se budeme zabývat dvoufázovou metodou.

**Dvoufázová metoda** rozděluje trvání podniku na dvě fáze. Délka první fáze je zpravidla plánovaná na období 4 až 6 let, protože se dá ve společnosti lépe předvídat situace a plánovat finanční toky.

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t} \quad (2.27)$$

kde  $V_1$  je hodnota firmy za první fázi,  $FCF_t$  jsou volné peněžní toky,  $T$  je délka první fáze a  $R_1$  jsou náklady kapitálu první fáze.

U druhé fáze se počítá s dobou trvání po ukončení první fáze do nekonečna. V této fázi lze pouze stanovit a odhadnout směr vývoje peněžních toků. Hodnota podniku za tuto fázi k počátku druhé fáze se nazývá tzv. pokračující hodnota. Za předpokladu konstantních finančních toků v druhé fázi, je pokračující hodnota stanovena následovně:

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2} \quad (2.28)$$

kde  $PH$  je pokračující hodnota,  $R_2$  jsou náklady kapitálu v druhé fázi. Vzhledem k momentu ocenění je potřeba  $PH$  diskontovat k momentu ocenění.

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T} \quad (2.29)$$

kde  $V_2$  je hodnota společnosti druhé fáze.

Pokračující hodnotu lze také vypočítat, podle vzorce **založeném na faktorech tvorby hodnoty** (někdy též označován jako parametrický vzorec). Pracuje s vybranými faktory hodnoty, mezi které patří zejména tempo růstu korigovaného provozního výsledku hospodaření

a očekávaná rentabilita čistých investic. Pokračující hodnotu ve tvaru parametrického vzorce lze zapsat následovně:

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} \cdot (1 - \frac{g}{r_i})}{WACC - g} \quad (2.30)$$

kde  $KPVH_{T+1}$  je korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce druhé fáze,  $g$  je předpokládané tempo růstu během celé druhé fáze,  $r_i$  je rentabilita čistých investic,  $WACC$  jsou průměrné vážené náklady kapitálu.

Rentabilita čistých investic se počítá jako poměr přírůstu korigovaného výsledku hospodaření po odečtení daní a přírůstu investovaného kapitálu v předchozím roce. Poměr  $g/r_i$  odpovídá tzv. míře investic, což je podíl zisku vynaložený na čisté investice. Předpokládáme stabilní míru investic po celou dobu druhé fáze.

$$Míra\ investi\ netto = \frac{Inv.kapitál\ celkem \cdot (1 + g) - Inv.kapitál\ celkem}{KPVH \cdot (1 + g)} \quad (2.31)$$

Výsledná hodnota podniku se pak stanoví jako součet první a druhé fáze. Následující vzorec zachycuje výpočet hodnoty podniku při využití dvoufázové metody DCF-Entity:

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + WACC_1)^{-t} + \frac{FCFF_{T+1}}{WACC_2} \cdot (1 + WACC_1)^{-T} \quad (2.32)$$

### 2.5.2.2 Metoda kapitalizovaných zisků

Metoda kapitalizovaných zisků byla vypracována a je nejvíce používána v německy mluvících zemích. Tato metoda je tzv. metodou „netto“ (nebo „equity“), což v praxi znamená, že výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze vlastníkům a výsledkem je přímo hodnota vlastního kapitálu. Metoda je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků, které jsou odhadnuty z historických dat za posledních 3 až 5 let. Data jsou získána především z rozvahy a výkazů zisků a ztráty. Hlavním údajem je tzv. trvale udržitelný zisk, což je vlastně účetní zisk, který je upraven. Jedná se například o tyto korekce: úprava odpisů o reálné opotřebení, vyloučení výnosů a nákladů, které nesouvisejí s hlavní činností podniku, úpravy o metodické změny, vyloučení mimořádných výnosů a nákladů a jiné. Výpočtu můžeme dosáhnout dvěma základními metodami, a to paušální či analytickou.

## 2.6 Vymezení volných finančních toků

Volné finanční toky (*Free Cash Flow, FCF*) hrají významnou roli při oceňování podniku metodou diskontovaných peněžních toků. Tato kategorie toků je chápána jako rozdíl

mezi příjmy a výdaji, které jsou vytvářeny majetkem podniku a mají vztah k danému druhu kapitálu. Volné finanční toky můžeme rozlišit, podle toho jak je vymezena kategorie kapitálu. Na volné finanční toky pro vlastníky FCFE (Free Cash Flow to the Equity), volné finanční toky pro věřitele FCFD (Free Cash Flow to the Debt) a celkové FCFF (Free Cash Flow to the Firm).

**Volné finanční toky pro vlastníky** představují peněžní toky z pohledu vlastníků, např. akcionářů. Namysli, jsou finanční toky, které jsou tvořeny z finančních toků z provozní, investiční a finanční činnosti.

$$FCFE_t = EAT_t + ODP_t - \Delta\check{C}PK_t - INV_t + S_t \quad (2.33)$$

kde  $EAT_t$  je čistý zisk,  $ODP_t$  jsou odpisy,  $\Delta\check{C}PK_t$  je změna stavu čistého pracovního kapitálu,  $INV_t$  jsou investiční výdaje,  $S_t$  je saldo úvěru, vypočtené jako čerpání úvěru mínus splátky úvěru,  $t$  je časové období.

**Volné finanční toky pro věřitele** charakterizují toky z pohledu věřitelů, například banky nebo dodavatelé. Finanční toky FCFD jsou zapsány takto:

$$FCFD_t = \dot{U}_t \cdot (1 - sd) - S_t \quad (2.34)$$

kde  $\dot{U}_t$  jsou úrokové sazby,  $sd$  je sazba daně z příjmu,  $S_t$  je saldo z pohledu banky (rozdíl příjmu z inkasovaných splátek z dluhu mínus výdaje na poskytnuté úvěry).

**Volné finanční toky vztahené k celkovému kapitálu** zahrnují veškeré peněžní toky, které podnik vytváří z aktiv a to bez ohledu zda jsou určeny věřitelům či vlastníkům. Volné finanční toky FCFF můžeme vyjádřit jako součet volných finančních toků pro vlastníky a věřitele.

## 2.7 Náklady kapitálu

Náklady kapitálu charakterizují náklady, které musí podnik vynaložit k získávání jednotlivých složek podnikového kapitálu. Tyto náklady představují minimální požadovanou míru výnosnosti kapitálu. Na náklady kapitálu se lze dívat ze dvou stran. Z pohledu podniku můžeme nahlížet na náklad kapitálu jako na cenu za kapitál získaný pro další rozvoj činnosti. Zatímco z pohledu investora jde hlavně o požadavek na výnosnost, který podnik musí dosahovat, aby tím nedošlo ke snížení hodnoty pro investory. Velikost nákladů kapitálu je závislá na riziku jednotlivých aktiv a převážně se skládají z bezrizikové sazby  $R_F$  a rizikové prémie  $R_P$ . Náklady kapitálu můžeme rozdělit do kategorií, které jsou významné pro řadu finančních rozhodnutí a úvah, mezi které může zahrnout např. stanovení hodnoty podniku, investiční rozhodování, optimalizace kapitálové struktury podniku aj.

- Náklady na celkový kapitál,
- náklady na cizí kapitál,
- náklady na vlastní kapitál.

### 2.7.1 Náklady na celkový kapitál

Náklady na celkový kapitál WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) jsou někdy také označovány jako vážené průměrné náklady kapitálu. Náklady na celkový kapitál jsou kombinací nákladu nejen cizího kapitálu (úrok z úvěru), ale také i náklady vlastního kapitálu podniku (vlastníky očekávané podíly na zisku). Hlavním hlediskem je, aby podíl jednotlivých složek na celkovém kapitálu byl vyčíslen na základě tržních hodnot. Při oceňování může hodnotu podniku výrazně ovlivnit volba nákladu kapitálu. Průměrné vážené náklady kapitálu lze zjistit podle následujícího vzorce:

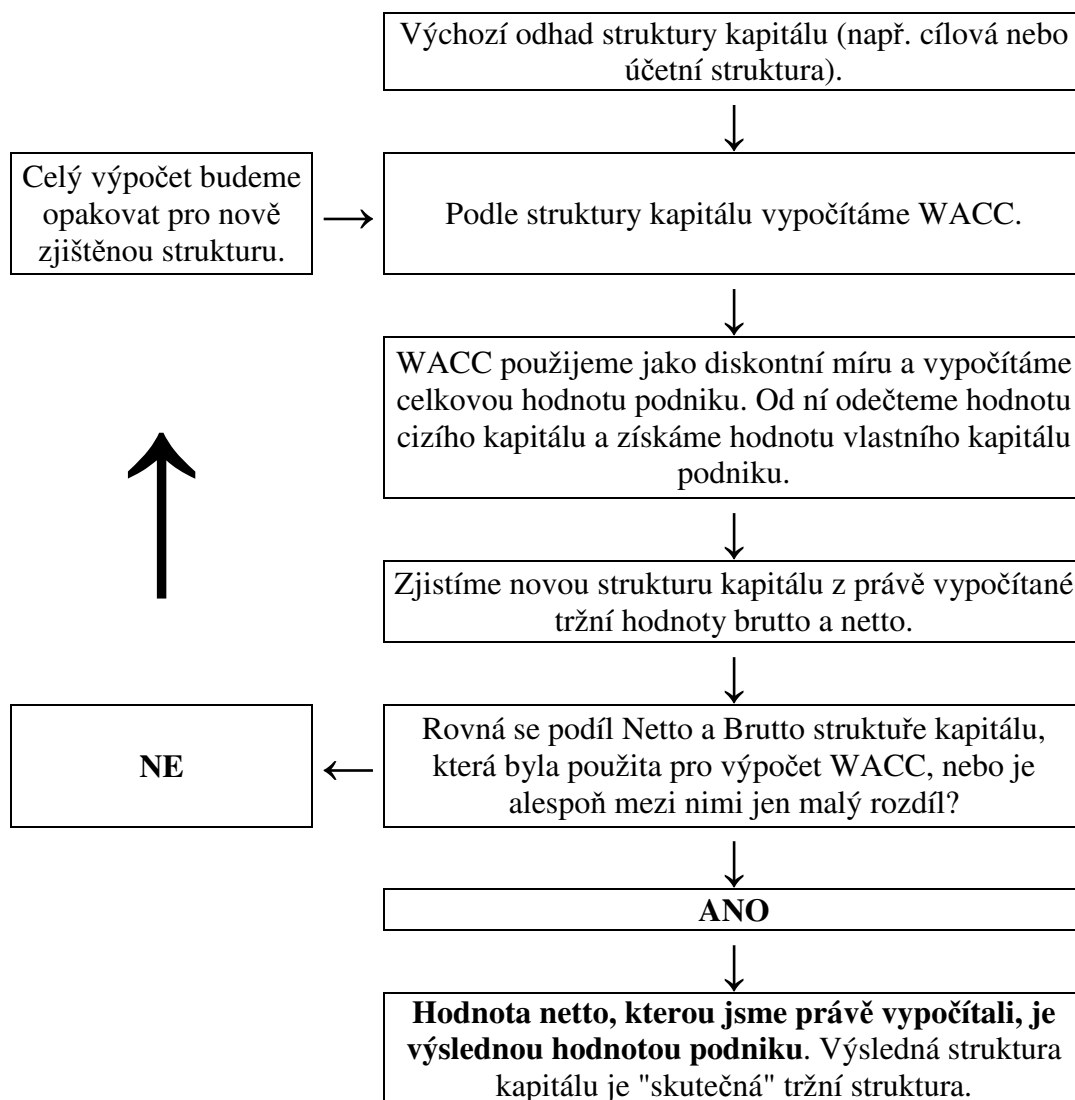
$$WACC = R_D \cdot (1 - sd) \cdot \frac{CK}{K} + R_E \cdot \frac{VK}{K} \quad (2.35)$$

kde  $R_D$  jsou náklady na cizí kapitál,  $sd$  je sazba daně z příjmu právnických osob,  $CK$  je tržní hodnota cizího kapitálu,  $R_E$  jsou náklady na vlastní kapitál,  $VK$  je tržní hodnota vlastního kapitálu,  $K$  je tržní hodnota celkového investovaného kapitálu ( $K = CK + VK$ ).

#### 2.7.1.1 Stanovení tržních vah při výpočtu nákladu kapitálu

Jeden z nejpřesnějších způsobů odhadu vah pro WACC, je použití **iteračního postupu**. Prvním krokem je odhad výchozí struktury, ze které vypočteme diskontní míru a z ní plynoucí hodnotu společnosti. Zajímá nás jak hodnota brutto (hodnota vlastního i úročeného cizího kapitálu), tak hodnota netto (hodnota vlastního kapitálu). Z výsledných hodnot propočteme podíl vlastního i cizího kapitálu a tím získáme novou strukturu kapitálu. Pokud se bude lišit od našeho výchozího předpokladu, zpravidla se lišit bude, tak postup opakujeme tak dlouho, dokud se výsledná struktura neustálí. Ve výchozí struktuře může být použita i účetní struktura, protože pomocí iterací bychom se nakonec měli dostat ke stejným výsledkům. Celý postup je znázorněn ve schématu 2.2.

Schéma 2.2 Iterační postup



Zdroj: Mařík, M.: *Metody oceňování podniku* (2007)

## 2.7.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady cizího kapitálu můžeme vystihnout poměrně snadně. Mezi nejvhodnější variantu se jeví určit náklad, pomocí váženého aritmetického průměru nákladu na cizí zdroje financování. Takovými zdroji se myslí pouze ty, ze kterých společnost platí úroky. Jsou to například dluhopisy, dlouhodobé a krátkodobé bankovní úvěry, finanční výpomoci apod. Náklady u obligací jsou vyčísleny jako výnos do splatnosti. Náklady u úvěrů jsou dány úrokovými sazbami, které jsou zřejmé z úvěrových smluv. Přepočet cizího kapitálu (dlouhodobých bankovních úvěrů) z účetní na tržní hodnotu je dán následujícím vztahem:

$$CK = \text{úroková platba} \cdot \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i} + \frac{\text{splátka dluhu}}{(1+i)^n} \quad (2.36)$$

kde  $i$  je výnos do doby splatnosti (dluhopisu se stejným ratingem jako má společnost)

### 2.7.3 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál nejsou samozřejmě zadarmo, jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. V první řadě riziko vlastníka vkládajícího prostředky do podniku je daleko vyšší, než riziko věřitele. Vlastník vkládá prostředky na neomezenou dobu a výnos není dopředu zaručen, zatímco věřitel má zaručený pravidelný úrokový výnos a prostředky vkládá na přesně vymezenou dobu. Dalším jevem je tzv. daňový štít, ten představuje nákladové úroky, které jsou daňově uznatelnými náklady, snižující zisk jako základ pro výpočet daně z příjmu. Lze tedy říci, že pro podnik jsou náklady na vlastní kapitál vyšší než náklady na kapitál cizí. Zpravidla můžeme náklady na vlastní kapitál určit na bázi tržních přístupů nebo pomocí metod či modelů vycházející z účetních dat. Uplatnění metod hlavně závisí na dostupnosti dat. Mezi základní metody pro odhad nákladu vlastního kapitálu řadíme tyto:

- model oceňování kapitálových aktiv – CAPM,
- arbitrážní model oceňování – APM,
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely.

#### Model oceňování kapitálových aktiv

CAPM představuje tržní přístup a je základním modelem v anglosaských zemích pro odhad nákladů vlastního kapitálu. Metoda CAMP je založena na tzv. přímce cenných papírů, která odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné premie za riziko na kapitálovém trhu. Jde tedy o rovnovážný model oceňování kapitálových aktiv. Rovnováha je určena tím, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory stejný.

V praktické části jsou náklady na vlastní kapitál vypočítány podle modelu CAPM, proto se i zde na něho více zaměříme. „CAPM představuje zatím jediný teoreticky podložený a zároveň ve světové oceňovací praxi uznávaný způsob, jak kalkulovat diskontní míru pro tržní ocenění.“<sup>8</sup> Z důvodů nízké spolehlivosti a využitelnosti dat z českého kapitálového trhu, byly

<sup>8</sup> MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku 2007*, str. 233

použity data z USA a upravené o aktuální riziko tuzemské země. Základní vzorec pro výpočet nákladů vlastního kapitálu je následovný:

$$R_E = r_f + \beta \cdot RPT + RPZ + R_1 + R_2 \quad (2.37)$$

kde  $R_E$  je odhad nákladů vlastního kapitálu,  $r_f$  znázorňuje aktuální výnosnost dlouhodobých vládních dluhopisů USA,  $\beta$  je odvětvové  $\beta$  přenesené z amerického nebo jiného kapitálového trhu a upravené na zadlužení v tržních cenách konkrétního podniku,  $RPT$  riziková prémie kapitálového trhu,  $RPZ$  riziková prémie země,  $R_{1,2}$  jsou přírážky pro nesplnění plánu, pro malé společnosti, apod.

**Bezriziková míra** výnosu je trošku zavádějící pojem, protože bezrizikové investice zpravidla neexistují, každá investice sebou nese určitá rizika. Jako nejméně rizikové lze považovat dlouhodobé státní dluhopisy (deset a více let).

Určení **tržního rizika** je o něco složitější. Koeficient  $\beta$  lze odhadnout několika způsoby. Jako jedna z možností jak určit koeficient  $\beta$  za určitý obor či odvětví je využití datové základny profesora Damodarana. V jeho datové základně se nacházejí průměrné koeficienty  $\beta$  pro různá odvětví při nulovém zadlužení. Zadlužené  $\beta$  potom vypočteme na základě zadluženosti podniku podle následujícího vzorce:

$$\beta_Z = \beta_N \cdot (1 + (1 - sd) \cdot \frac{CK}{VK}) \quad (2.38)$$

kde  $\beta_Z$  je zadlužená beta,  $\beta_N$  je nezadlužená beta,  $sd$  je sazba daně z příjmu,  $CK$  představuje cizí kapitál a  $VK$  je vlastní kapitál.

**Tržní riziková prémie** v podstatě vyjadřuje rozdíl mezi výnosem rizikem zatíženého tržního portfolia a bezrizikovým aktivem. Pro výpočet by bylo nejvhodnější vzít data z národního trhu, ale zde se setkáváme s řadou nedostatků v podobě funkčnosti, dlouhodobosti a rozsahem národního akciového trhu. Z těchto důvodů je vhodnější pro určení rizikové premie trhu použít data z kapitálového trhu v USA. Tyto data se následně upraví o riziko země následujícím způsobem.

- V první řadě, je potřeba zjistit **rating země**. Takové ratingy vydávají dvě nejznámější společnosti, Moodys a Standard and Poors.
- Zjištěný rating země, je nutné převést do určité výše rizikové přírážky, tzv. **riziko selhání země**. Za nejlepší řešení, je považován rozdíl mezi výnosností obligací se stejným ratingem jako má stát a výnosností vládních obligací Spojených států amerických.
- Dále se považuje za rozumný krok upravit riziko selhání země o rozdíl volatility trhu akcií v dané zemi a volatility státních dluhopisů. V české republice je velmi obtížné získat



aktuální volatilitu trhu akcii i státních dluhopisů. Proto se v našich končinách pracuje s orientačním koeficientem 1,5, kterým dále vynásobíme riziko selhání země.

- V posledním kroce je důležité zvýšit rizikovou přírážku země o rozdíl dlouhodobé prognózy v inflaci, mezi ČR a USA. Tato přírážka je z důvodu použití dat z amerického trhu.

### **Arbitrážní model oceňování**

APM ztělesňuje alternativní model oceňování aktiv, založený na tržním přístupu stanovení nákladu na vlastní kapitál. Model APM je vícefaktorový, tudíž bere v úvahu více rizikových faktorů jak makroekonomických (inflace, HDP), tak mikroekonomických (rentabilita, likvidita). Rovnovážnou podmínkou pro tento model je nemožnost arbitráže, tzn., žádný z investorů nemůže dosáhnout arbitrážního zisku.

### **Dividendový model**

Model se využívá pro oceňování akcií, za předpokladu, že tržní cena akcie je vyvozena současnou hodnotou budoucích dividend z této akcie v jednotlivých letech. Za domněnky, že akcie bude v nekonečně dlouhé držbě a konstantní hodnoty dividendy, lze určit tržní cenu akcie jako perpetuitu.

### **Stavebnicové modely**

Stavebnicové metody se používají ke stanovení nákladu kapitálu převážně v ekonomice s nedokonalým kapitálovým trhem, kde nelze použít již dříve zmíněné modely CAPM a APM. Alternativní náklad vlastního kapitálu  $R_E$  lze určit pomocí stavebnicové metody jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií. Riziková premie se odvozuje ze známých podnikových účetních dat. Stavebnicový model je neustále vyvíjen, jeho poslední verzi využívá také Ministerstvo průmyslu a obchodu. Náklady celkového kapitálu nezadlužení firmy  $WACC_U$  se stanoví následovně:

$$WACC_U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA} \quad (2.39)$$

kde  $R_F$  je bezriziková úroková míra,  $R_{podnikatelské}$  je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko,  $R_{finstab}$  je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability,  $R_{LA}$  je riziková přírážka za velikost podniku.

## 2.8 Citlivostní analýza

Při oceňování podniku existuje riziko, že skutečná hodnota podniku se bude od očekávané hodnoty lišit. Jelikož vycházíme z finančního plánu, který nese určitá rizika a nejistotu, že nedojde k jeho naplnění. Proto je zapotřebí udělat citlivostní analýzu. Zmíněná analýza se zakládá na poskytování informací o tom, jak se výsledná hodnota podniku změní, dojde-li ke změně jednoho či více hlavních faktorů.

Citlivostní analýzu lze vylíčit jako „What If...“, „Co když...“ analýzu, podle otázky, na kterou se hledá odpověď (Dluhošová, 2010).

V případě, že se finanční ukazatel vyjádří jako funkce dílčích ukazatelů,

$$U = f(F_1, F_2, \dots, F_n), \quad (2.40)$$

pak můžeme citlivost souhrnného ukazatele na první faktor (pro následující faktory, obdobně) stanovit dvěma způsoby. A to jako hodnotu při změně faktoru následovně:

$$U_{1+\alpha}^{F_1} = f[(1+\alpha) \cdot F_1, F_2, \dots, F_n], \quad (2.41)$$

nebo jako přírůstek hodnoty vlivem změny faktoru:

$$\Delta U_{\alpha}^{F_1} = U_{1+\alpha}^{F_1} - U = f[(1+\alpha) \cdot F_1, F_2, \dots, F_n] - U, \quad (2.42)$$

kde  $\alpha$  představuje relativní odchylku, která může nabývat jak kladných tak záporných hodnot.

Při oceňování podniku může dojít ke snížení nebo zvýšení např. volných peněžních toků, nákladu kapitálu apod. Na základě této změny vstupního parametru (FCF) je hodnota podniku včetně změny stanovena dle následujícího vztahu:

$$V_{\delta} = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1+\alpha) \cdot (1+WACC_1)^{-t} + \frac{FCF_{T+1} \cdot (1+\alpha)}{WACC_2} \cdot (1+WACC_1)^{-T}, \quad (2.43)$$

kde  $V_{\delta}$  je hodnota podniku včetně změny volných peněžních toku,  $\alpha$  je parametr změny volných peněžních toku.

Obecně lze uvedený přístup aplikovat i na další parametry.

### **3 Charakteristika a analýza oceňované společnosti**

V rámci této kapitoly je představena vybraná společnost, která dále poslouží pro účely ocenění. Dále bude provedena analýza odvětví a prodeje, poté následuje dle poznatků z teoretické části strategická a finanční analýza. Na závěr bude sestavena verze finančního plánu společnosti na následující čtyři roky.

#### **3.1 Představení a historie společnosti**

AUTO Heller s.r.o. je společnost s ručením omezeným se sídlem v Ostravě na Cihelní ulici. Vedení společnosti se především soustředí nejen na prodej nových vozů značek Škoda, Volkswagen, Seat, Audi, Porsche a ojetých vozů, ale také na servis vozů. Společnost soustředila hned od začátku nemalé finanční prostředky do rozšíření servisu a do jeho vybavení. Dále se také zabývá prodejem náhradních dílů a příslušenství. Dle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE je společnost zařazena do sekce G a kategorie 45 – Velkoobchod, maloobchod a opravy motorových vozidel. Základní kapitál je ve výši 20 mil. Kč a je plně splacen. Společníky jsou pan a paní Hellerovi, kdy obchodní podíl pana Jana Hellera činí 99,9%.

##### **3.1.1 Historie společnosti**

Společnost AUTO Heller s.r.o. vznikla v říjnu 1992, kdy byla zapsána do obchodního rejstříku. Podnikat začala počátkem následujícího roku, kdy podepsala smlouvu o prodeji a opravách vozu Škoda. V tom samém roce se také povedlo získat zastoupení pro vozy Volkswagen a Audi a následně přibyla ještě čtvrtá značka SEAT. V roce 1994 se stala společnost autorizovaným prodejcem Volkswagen.

Mezi prvními prostory pro společnost byla zvolena prodejna v Ostravě na Cihelní ulici, později přibýly další pobočky v centru města, v Ostravě-Porubě a Ostravě-Dubině.

V roce 1999 byl slavnostně otevřen první autosalon Škoda v ČR a Volkswagen. Od roku 2000 se začali zabývat také prodejem ojetých vozů v systému Das WeltAuto, tento systém zaručoval ověřenou kvalitu ojetých vozů pod zárukou významné společnosti Porsche ČR. V roce 2003 AUTO Heller investoval finanční prostředky do moderní lakovny, rekonstruované karosárny a výstavky nového autosalonu SEAT. Pro společnost byl rok 2008 ve fázi růstu a zahájila výstavbu jedinečného terminálu AUDI, který byl zatím největší investicí společnosti a také prvního svého druhu v České republice. Rodina prodáváných značek se v roce 2011 rozrostla o automobily značky Porsche a tím také zavedli do provozu novou karosářskou dílnu pro hliníkové karosérie.

AUTO Heller získal v České republice ocenění za nejvyšší prodeje v regionu a dále je držitelem certifikátu kvality za šetrný a citlivý přístup k životnímu prostředí.

Pan Ing. Jan Heller jako druhý muž v ČR získal nejvyšší mezinárodní ocenění dealeru koncernu Volkswagen tzv. „Diamantovou jehlici“.

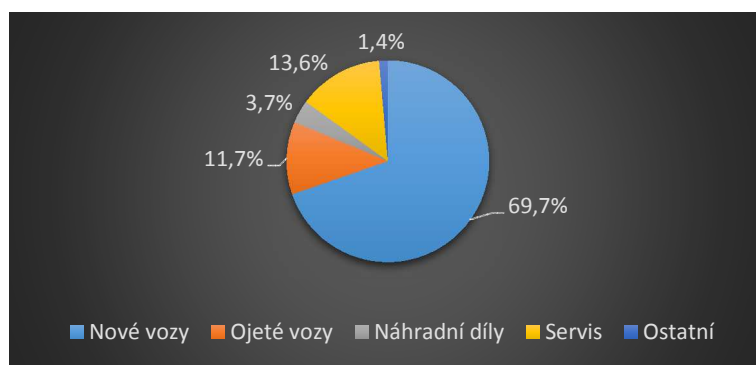
### 3.1.2 Organizační struktura

Společnost AUTO Heller uplatňuje dvoustupňové řízení po linii vedení firmy – středisko. Střediska jsou rozdělena z hlediska charakteru činnosti do tří divizí: obchodní, servisní a správní. Z ekonomického hlediska je používán systém středisek, kdy jsou ekonomické výsledky sledovány vnitropodnikovým účetnictvím. Každé středisko má relativní samostatnost při sjednávání nových smluvních vztahů, ale musí cítit jak obchodní tak cenové zásady politiky společnosti.

## 3.2 Analýza prodeje

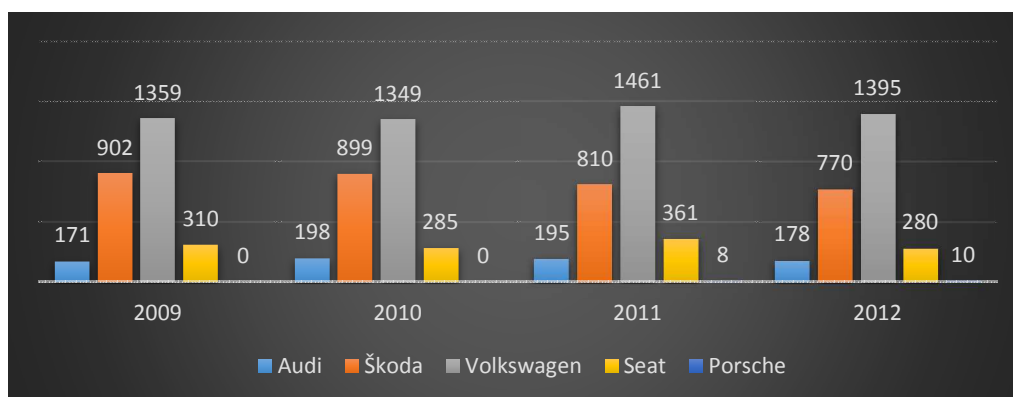
Společnost se zaměřuje hlavně na prodej nových vozů, ale mimo to se zabývá také prodejem ojetých vozů, servisem a prodejem náhradních dílů. Následující graf zachycuje strukturu obrátu z roku 2012. Prodej nových vozů tvoří necelých 70%, další dva velké podíly jsou v rozmezí 11 až 13 % a tvoří je prodej ojetých aut a servisní práce.

*Graf 3.1 Struktura obrátu v roce 2012 dle jednotlivých činností*



V prodeji nových vozů za rok 2012 měla největší podíl značka Volkswagen s 1395 ks, kterou dále následovala značka Škoda se 770 ks. Automobilu značky Porsche bylo prodáno 10 ks převážně modelu Cayenn. Podrobný prodej nových automobilů v letech 2009 až 2012 je zobrazen v grafu 3.2.

*Graf 3.2 Prodej nových vozů v letech 2009 – 2012 v kusech*



Prodej ojetých automobilů v roce 2012 činil 820 kusů, což bylo o 4 % méně než v loňském roce. Pokles byl způsoben prodejem v provizorních prostorech z důvodu výstavby nového autosalonu. AUTO Heller používá systém Das WeltAuto k prodeji svých ojetých automobilů. Tento systém nabízí málo ojeté auta a předváděcí vozy ve výborném technickém stavu.

Tržby z prodeje náhradních dílů a originálního příslušenství vzrostly o 3 mil. Kč oproti roku 2011. V porovnání s rokem 2009 byly tržby větší o více než 7 mil. Kč.

### 3.3 Strategická analýza

Prostřednictvím strategické analýzy je určit, analyzovat a ohodnotit okolní faktory, u kterých může společnost předpokládat, že mají na podnikovou strategii vliv. Hlavní funkcí této analýzy je určit celkový výnosový potenciál oceňované společnosti, který je závislý na vnějším (makroprostředí) a vnitřním (mikroprostředí) potenciálu. Na závěr bude sestavena SWOT analýza, která vystihuje silné a slabé stránky podniku a jeho nastávající možnosti a hrozby.

#### 3.3.1 Analýza makroprostředí

Makroekonomické okolí se značnou mírou podílí na kvalitě a výkonnosti podniku. Je tedy nezbytné zaznamenávat, vyhodnocovat a následně predikovat vybrané makroekonomické ukazatele. Mezi takové ukazatele můžeme zahrnout míru inflace, míru nezaměstnanosti, HDP a kurzy světových měn. Změna těchto zmíněných ukazatelů může mít jak pozitivní tak negativní dopad na chod celé společnosti. V tabulce 3.1 jsou zobrazeny hodnoty vybraných makroekonomických ukazatelů.

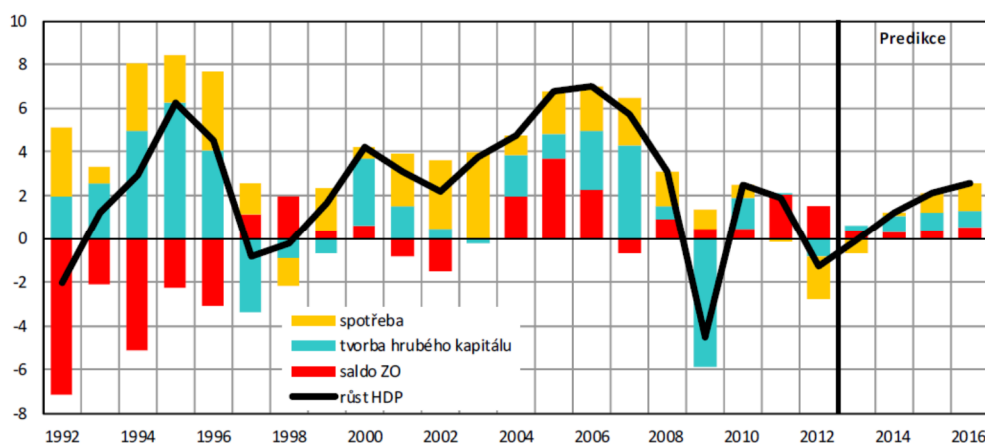
Tabulka 3.1 Vývoj makroekonomických údajů 2008 – 2012

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012	2013 E	2014 E	2015 E
Meziroční růst HDP v %	3,1	-4,5	2,5	1,8	-1,2	-1,0 až -1,6	1,2 až 2,2	1,8 až 2,8
Míra nezaměstnanosti v %	4,4	6,7	7,3	6,7	7	7,7	7,7 až 8,2	7,5 až 8,2
Míra inflace v %	6,3	1	2,3	2,4	2,4	1,4	1,2 až 2,0	1,7 až 2,7
Kurz CZK/EUR	24,9	26,4	25,2	24,5	25,1	27,1	28,1	28,0

Zdroj: [www.mpsv.cz](http://www.mpsv.cz), [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

**Hrubý domácí produkt (HDP)** je peněžním vyjádřením celkové hodnoty statků a služeb nově vytvořených v daném období na určitém území; používá se pro stanovení výkonnosti ekonomiky. HDP zaznamenal díky hospodářské recesi v roce 2009 propad o 4,5 %. V tomto období nebyla postižena jen Česká republika, ale také ostatní země, byl tzv. celosvětový hospodářský útlum. V roce 2009, 2010 i 2011 celkové tržby společnosti představovaly meziroční nárůst, což lze považovat za velmi příznivé. V roce 2012 činil roční obrát o 7 % méně než v předchozím roce. Tento meziroční pokles byl způsoben nižším počtem prodaných automobilů, z důvodu prodeje v provizorních prostorech a mimořádnými náklady. Z toho vyplývá, že tento makroekonomický ukazatel neovlivňuje daný podnik.

Graf 3.3 Vývoj a predikce HDP



Zdroj: Makroekonomická predikce <sup>9</sup>

**Míra nezaměstnanosti** je podíl nezaměstnaných ke všem osobám schopným pracovat. V roce 2008 byla míra nezaměstnanosti nejnižší, což je pozitivním jevem. Kdežto od roku 2009

<sup>9</sup> Makroekonomická predikce. [online]. [cit. 2013-03-09]. [http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Makro-ekonomicka-predikce\\_2013-Q2\\_Tabulky-a-grafy.pdf](http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Makro-ekonomicka-predikce_2013-Q2_Tabulky-a-grafy.pdf)

kdy propukla finanční krize má ukazatel tendenci každoročního růstu. Ve zvolené společnosti nedošlo ve sledovaných letech k poklesu zaměstnanců.

Dalším ukazatelem je **míra inflace**, která je zobrazena přírůstek průměrného ročního indexu spotřebitelských cen za posledních 12 kalendářních měsíců oproti průměru předchozích 12 měsíců. Inflaci můžeme obecně vystihnout jako růst cenové hladiny v čase neboli znehodnocení měny. Za sledované období 2008 až 2012 byla nevyšší v počátečním roce a to 6,3 %, tentýž rok docházelo k růstu cen. Vývoj cen byl ovlivněn celou škálou faktorů, např. zvýšením snížené sazby daně z přidané hodnoty z 5 na 9 %, zvýšení spotřební daně z pohonných hmot, zvýšení cen energií, apod. Sazba daně z příjmů právnických osob postupně klesla o jeden procentuální bod, z 21 % až na 19 %, která je i v současnosti. Oproti předchozím rokům je zde daňová úspora.

### 3.3.2 Analýza mikroprostředí

Za mikroprostředí se považuje odvětví, ve kterém podnik působí. Námi sledovaný podnik AUTO Heller dle klasifikace ekonomických činností Českého statistického úřadu, jehož hlavní činnosti je prodej nových a ojetých vozů, servisní činnost, prodej příslušenství a náhradních dílů, spadá do sekce G - Velkoobchod a maloobchod, opravy a údržba motorových vozidel a následně do odvětví CZ-NACE 45. Toto odvětví zahrnuje velkoobchod, maloobchod a opravy motorových vozidel, které dále můžeme rozdělit do těchto pod-bodů:

- 45.1 obchod s motorovými vozidly, kromě motocyklů,
- 45.2 opravy a údržba motorových vozidel, kromě motocyklů,
- 45.3 obchod s díly a příslušenstvím pro motorová vozidla, kromě motocyklů.

Ve společnosti AUTO Heller je hlavní činností obchod s motorovými vozidly, který činí více jak 80 % tržeb. V České republice vede obchodní statistiky svaz dovozců automobilů (SDA). Ke konci roku 2012 je v ČR registrováno více jak 4,7 milionu automobilů a tento objem se každým rokem zvyšuje. V průběhu roku 2012 bylo zaregistrováno 174 tisíc nových osobních automobilů a 124 tisíc ojetých automobilů. To činí v meziročním srovnání nárůst o 2,39 % nově registrovaných vozidel v roce 2011 a v roce 2012 je sice menší úpadek, ale i tak je nárůst proti předcházejícímu roku skoro půlprocentní. Podrobné číselné údaje jsou zachyceny v tabulce 3.2 a lze z ní vyvodit růstový trend prodeje nových automobilů, což je pro naši společnost velmi pozitivním jevem.

Tabulka 3.2 Registrace nových osobních automobilů v ČR

Období	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Celkem
2008	10082	10646	12298	14782	11852	13795	12941	10470	12134	12973	11384	10304	143661
2009	8842	9823	12410	17592	14277	16284	14150	12174	12196	14121	14975	14815	161659
2010	10813	11080	17446	15264	15885	18538	11388	12088	13251	13126	15228	15129	169236
2011	11678	12847	17501	14620	15482	16156	12118	14105	12978	14858	15920	15019	173282
2012	12921	13544	17064	16589	15975	18140	11158	13193	12475	15963	14203	12784	174009

Zdroj: Svaz dovozců automobilů

V tabulce 3.3 jsou zobrazeny hodnoty registrovaných ojetých automobilů. Zajímavým údajem je rok 2008, kdy počet registrací byl vyšší než u nových osobních automobilů. Jedna z příčin proč tomu tak bylo, byla novela č. 226/2006 zákona č. 56/2001 Sb. o podmínkách provozu vozidel na pozemních komunikacích. Novela zrušila podmínku dovozu vozidel do stáří 8 let. Pokud kupující dodržel řádné podmínky, bylo možné dovést ze zemí EU automobil bez jakéhokoliv omezení stáří. Dle mého názoru, to nepovažuji za dobrý krok, z důvodu zastarávání vozového parku v ČR. Od roku 2009 výrazně poklesl prodej ojetých automobilu oproti roku 2008 a to o -37,4 %. Mezi hlavní příčiny tohoto poklesu můžeme zmínit zavedení ekologické daně i celosvětovou hospodářskou krizi. V době hospodářské krize, výrobci snižovali ceny nových automobilů a tím poklesl zájem o ojetiny.

Tabulka 3.3 Registrace ojetých automobilů ČR

Období	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII	Celkem
2008	16168	18349	18945	23589	21313	21941	23095	19486	19547	18835	14893	14813	230974
2009	8554	9095	12067	14062	13197	14436	14140	13025	12553	12073	11618	9782	144602
2010	6722	8189	12183	11860	12363	12535	10806	11658	11438	9903	11543	7834	127034
2011	7960	9611	12025	10899	12577	12537	10720	12456	11152	11992	10967	8811	131707
2012	8486	9190	11420	11351	12318	12216	2208	2782	25158	11984	10083	7147	124343

Zdroj: Svaz dovozců automobilů

V odvětví ve kterém AUTO Heller působí je značně velká **konkurenceschopnost**. Neexistuje mnoho dostupných dat, která by dovolovala vystihnout segment trhu s automobily. Trh s prodejem nových či ojetých automobilů a prováděním servisních prací je pověstný velkou rozdrobeností, ve kterém je prakticky nemožné získat dominantní postavení. Podle CZ-NACE 45 je počet podniku v odvětví přes 33 tisíc.

Mezi hlavní konkurenty v prodeji nových vozidel můžeme zahrnout všechny autorizované prodejce. Společnost AUTO Heller působí převážně v Moravskoslezském kraji, kde má dominantní postavení v prodeji automobilů značky Volkswagen, kterých také prodává



nejvíce ze svého portfolia. Mezi konkurenty s ojetými automobily patří RT TORAX, AAA AUTO a další.

**Velikost trhu a tržní podíly** byly vyhledány pomocí českého statistického úřadu. Dle klasifikace CZ-NACE 45 - velkoobchod, maloobchod a opravy motorových vozidel, byly zjištěny následující údaje (tabulka 3.4).

*Tabulka 3.4 Vývoj relevantního trhu a tržního podílu za sledované období 2008 – 2009 (v tis. Kč)*

Rok	Relevantní trh	Δ Růstu trhu	Tržní podíl Heller	Tržby Heller	Δ Tempo růstu tržeb Heller
2001	250 116 000		0,39%	982 344	
2002	266 771 000	6,66%	0,37%	982 866	0,05%
2003	291 880 000	9,41%	0,38%	1 107 176	12,65%
2004	312 919 000	7,21%	0,38%	1 183 210	6,87%
2005	313 031 000	0,04%	0,41%	1 287 320	8,80%
2006	359 788 000	14,94%	0,40%	1 447 432	12,44%
2007	416 782 000	15,84%	0,37%	1 524 847	5,35%
2008	398 740 000	-4,33%	0,40%	1 581 221	3,70%
2009	340 840 000	-14,52%	0,47%	1 587 864	0,42%
2010	342 601 000	0,52%	0,47%	1 606 720	1,19%
2011	355 755 000	3,84%	0,48%	1 693 436	5,40%
2012	345 264 000	-2,95%	0,45%	1 570 643	-7,25%

*Zdroj: www.czso.cz, vlastní zpracování*

Rok 2009 se nesl ve znamení ekonomické recese, která měla za následek pokles celkových tržeb v rámci relevantního trhu o více jak 14 %. Již zmíněná hospodářská krize byla hlavním faktorem poklesu prodeje automobilů na celkovém trhu. Tržby vybrané společnosti v kritickém roce 2009 nezaznamenaly propad, nýbrž sice malý, ale pozitivní nárůst o 0,42 %. Jediným poklesem za sledované období byl rok 2012, kdy tržby podniku klesly. Tento pokles byl způsoben výstavbou nového autosalonu a přesunutí prodeje do provizorních prostorů. Během této doby byl zaznamenán pokles prodaných automobilů, což mělo za následek již zmíněný pokles tržeb. Mezi další důsledky poklesu tržeb můžeme zahrnout snížení marží za prodané zboží a mimořádné náklady. Jedním z důvodů, proč došlo ke snížení marží je rozšíření a zkvalitnění vozového parku asijsko-čínskými výrobci a ostré konkurenci. Tito výrobci tlačí ceny automobilu dolů, to se ale nelíbí evropským automobilkám, které chtějí zůstat u svých cen. Aby společnost držela krok s konkurencí, je nucena snížit marži.

Ve sledovaných letech 2008 – 2012 byl tržní podíl společnosti rostoucí do roku 2011, kdy činil necelých 0,5%. V celkovém odvětví je více jak 33 tisíc aktivních podniků, které mezi

sebou vedou nelítostný boj o své prosazení, udržení a hlavně postavení na trhu. V posledním zkoumaném roce byl pokles tržního podílu způsoben výrazným poklesem tržeb o 7,2 %. AUTO Heller vykazuje dobré ekonomické výsledky i v kritických obdobích, mezi které můžeme zahrnout například rok 2009. V nastávajícím roce 2013 už bude v plném provozu „nový“ autosalon a počítá se s opětovným nárůstem prodeje automobilů. Z tohoto předpokladu a díky exkluzivním zákazníkům, kteří mají zájem o kvalitní automobily vyšší třídy, se počítá s meziročním nárůstem tržeb.

### **3.3.2.1 Prognóza tržeb společnosti a relevantního trhu na následující roky**

**Prognóza tržeb společnosti** je provedena na základě regresního modelu za použití metody nejmenších čtverců. Testována byla závislost tržeb společnosti na několika faktorech, které by mohly mít vliv na vývoj tržeb. Jelikož je AUTO Heller autorizovaným prodejcem automobilu a jeho tržby z tohoto prodeje jsou více jak 80 %, byly vybrány následující faktory. Jako první důležitý faktor je prodej nových i ojetých vozidel v České republice, hrubý domácí produkt, průměrná hrubá mzda a vývoj světových cen ropy. Při testech byly použity jak jednofaktorové tak i dvoufaktorové modely. Testovány byly tržby společnosti v kombinaci se všemi vymezenými faktory. Ve většině případů bylo zjištěno, že ve dvoufaktorovém modelu byl odhad některého z regresních koeficientů na zvolené hladině významnosti 5 % statisticky nevýznamný. Všechny jednofaktorové modely vyšly statisticky významné. Pro prognózu tržeb byl nakonec vybrán dvoufaktorový model, s parametry celkový prodej automobilů v ČR a průměrná hrubá mzda, protože měl jednu z nejvyšších hodnot indexu determinace. Tato hodnota nám říká, z kolika procent je hodnota závislé proměnné vysvětlena změnami nezávisle proměnných hodnot. V tomto případě dosahuje vícenásobné determinace hodnoty 95,45 %.

Test byl proveden v tabulkovém procesoru Microsoft Excel 2013 pomocí funkce analýza dat – regrese. K vícenásobné regresní analýze využijeme celkový počet prodaných automobilů v ČR a průměrné hrubé mzdy jako nezávislé proměnné, ze kterých se pokusíme odhadnout předpověď pro vývoj tržeb ve sledované společnosti. Vstupní data pro výpočet regresního modelu jsou zobrazena v tabulce 3.5.

Tabulka 3.5 Vstupní data pro regresní model

Rok	Y	X1	X2
	Tržby Heller v tis. Kč	Celkový prodej aut.	Hrubá mzda v Kč
2001	982 344	263 713	14 378
2002	982 866	258 712	15 524
2003	1 107 176	260 743	16 430
2004	1 183 210	247 620	17 466
2005	1 287 320	268 265	18 344
2006	1 447 432	307 130	19 546
2007	1 524 847	345 411	20 957
2008	1 581 221	374 635	22 592
2009	1 587 864	306 261	23 344
2010	1 606 720	296 270	23 864
2011	1 693 436	304 989	24 455
2012	1 570 643	298 352	25 112

Zdroj: [www.mpsv.cz](http://www.mpsv.cz), [www.sda.cz](http://www.sda.cz),

Výsledné hodnoty regresního modelu jsou znázorněny v níže uvedené tabulce 3.6. V horní části tabulky je vyobrazena významná hodnota koeficientu vícenásobné determinace, která činí 0,954. Modelem je tedy vysvětlována závislost tržeb společnosti na celkovém prodeji aut a hrubé mzdě z 95,45 %. Zkoumaný model je statisticky významný, protože hodnota významnosti F je nižší než 5 %. Hodnota P dosahuje nižších čísel než je stanovena hladina významnosti a tudíž je také regresní koeficient prodeje aut i hrubé mzdy statisticky významný.

Tabulka 3.6 Regresní model

Regresní statistika		ANOVA					
Násobné R	0,976982						
Hodnota spolehlivosti R	0,954494						
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,944381						
Chyba stř. hodnoty	60870,85						
Pozorování	12						
		Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F	
Regrese		2	6,99E+11	3,5E+11	94,3873	9,147E-07	
Rezidua		9	3,33E+10	3,7E+09			
Celkem		11	7,33E+11				

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	-197026	144547,1	-1,36305	0,02059	-524014	129962,	-524014	129962,75
Soubor X 1	1,402177	0,62694	2,236539	0,04213	-0,01606	2,82041	-0,01606	2,8204144
Soubor X 2	57,711	6,346447	9,093435	7,85E-06	43,3543	72,0676	43,35434	72,067663

Regresní model odhadnutý dle vzorce (2.0) má tvar:

$$\text{Tržby podniku} = -197026 + 1,402 \cdot \text{prodej aut}_t + 57,7 \cdot \text{hrubá mzda}_t$$

Prognóza tržeb je odhadnuta dle tempa růstu prodeje automobilů v ČR a průměrné roční hrubé mzdy. Odhad tempa růstu prodeje automobilů je podle automobilových expertů PwC ČR a serveru [www.autosap.cz](http://www.autosap.cz) zachycen v níže uvedené tabulce. Vývoj růstu hrubé mzdy je převzat z Ministerstva práce a sociálních věcí.<sup>10</sup> Z odhadovaného tempa růstu plyne riziko, že plánovaný vývoj se bude lišit od skutečného. V této souvislosti budeme v prognóze tržeb vycházet ze tří scénářů – nejpravděpodobnější scénář dle odhadu automobilových expertů a Ministerstva práce bude zachycen jako předpokládaný scénář. Pesimistický a optimistický scénář bude znázorněn kvantily budoucího vývoje tržeb ve výši 5 %, respektive 95 %. Tyto kvantily vymezují meze, ve kterých by se tržby společnosti měly pohybovat.

*Tabulka 3.7 Prognóza tržeb podniku pro předpokládaný scénář*

Rok	Tržby Heller		Celkový prodej aut		Hrubá mzda	
	v tis. Kč	tempo růstu	v Ks	tempo růstu	v Kč	tempo růstu
<b>2013</b>	1 696 311	8,00%	295 946	-0,81%	25 617	2,01%
<b>2014</b>	1 736 785	2,39%	301 299	1,81%	26 188	2,23%
<b>2015</b>	1 781 086	2,55%	307 241	1,97%	26 811	2,38%
<b>2016</b>	1 818 698	2,11%	309 567	0,76%	27 406	2,22%

Nejprve byly spočteny kvantily log-normálního rozdělení pravděpodobnosti pro obě nezávislé proměnné zvlášť, dle vzorce (2.1). Následně byly odhadnuty budoucí tržby podniku, pomocí regresního modelu dle vzorce (2.0).

Pro prodej automobilů je střední hodnota 1,12 %, směrodatná odchylka 9,04 % a alfa se rovná 0,71 %. Pro hrubou mzdu je střední hodnota 3,62 %, směrodatná odchylka 1,98 % a alfa je 3,6 %. Hodnoty jsou vypočteny z údajů za posledních 10 let u prodeje automobilů a 5 let u hrubé mzdy. U hrubé mzdy bylo období pro výpočet zkrácené o polovinu z důvodu velkého meziročního nárůstu, který se jevil jako nereálný.

$$\text{prodané automobily}_{2013}^{0,05} = 298352 \cdot \exp(0,0071 \cdot 1 \cdot 1 + (-1,644) \cdot 0,0904 \cdot \sqrt{1 \cdot 1}) = 258979$$

Obdobně jsou vypočteny i následující roky a také oba kvantily pro hrubou mzdu.

*Tabulka 3.8 Kvantilové rozdělení nezávislých proměnných*

Rok	Kvantil 5 %		Kvantil 95 %	
	Prodané automobily	Hrubá mzda	Prodané automobily	Hrubá mzda
	V ks	V Kč	V ks	V Kč
<b>2013</b>	258 979	25 198	348 651	26 894
<b>2014</b>	245 256	25 771	373 450	28 257
<b>2015</b>	235 612	26 440	394 323	29 597
<b>2016</b>	228 033	27 171	413 286	30 950

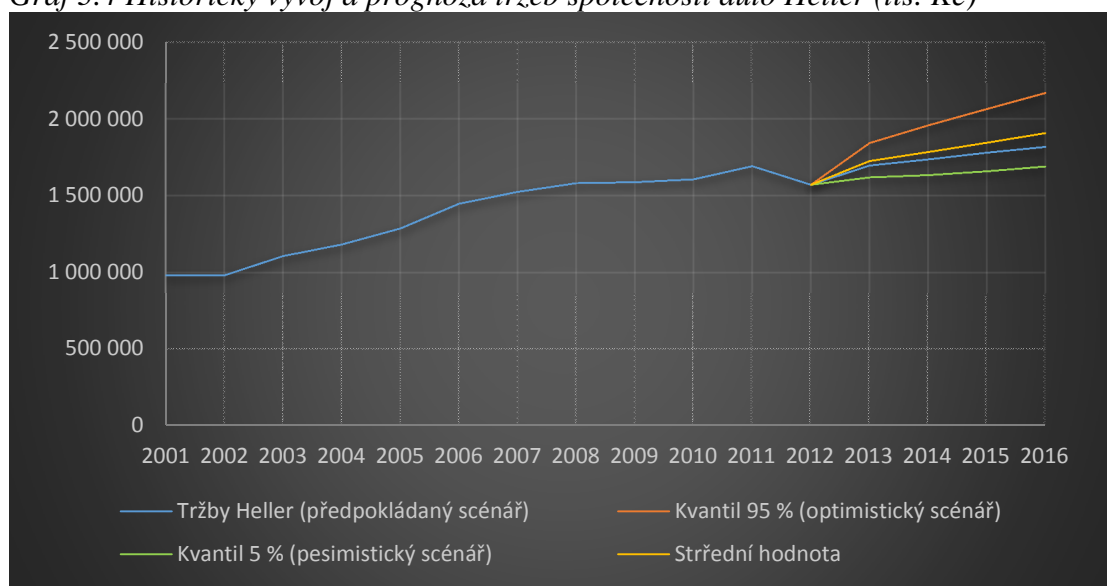
<sup>10</sup> Prognózy tempa růstu vychází z údajů zjištěných k březnu 2014.

$$\text{Tržby podniku} = -197026 + 1,402 \cdot \text{prodej aut}_t + 57,7 \cdot \text{hrubá mzda}_t$$

Tabulka 3.9 Prognóza tržeb podniku pro pesimistický a optimistický scénář

Rok	Tržby Heller			
	Optimistický scénář		Pesimistický scénář	
	v tis. Kč	tempo růstu	v tis. Kč	tempo růstu
2013	1 726 642	9,93%	1 620 309	3,16%
2014	1 784 695	3,36%	1 634 145	0,85%
2015	1 844 786	3,37%	1 659 234	1,54%
2016	1 906 988	3,37%	1 690 764	1,90%

Graf 3.4 Historický vývoj a prognóza tržeb společnosti auto Heller (tis. Kč)



Při prognóze vývoje **relevantního trhu**, vykazovala lineární závislost na HDP a vývoj podle velikosti tržního podílu sledované společnosti, velmi podobné prognózy. Předpokládáme, že v následujícím období tj. 2017 a dále zůstane růst relevantního trhu na úrovni 2,11 % ročně.

Tabulka 3.10 Prognóza relevantního trhu dle předpokládaného scénáře

Rok	Relevantní trh	Δ Růstu trhu	Tržní podíl Heller	Δ Tempo růstu tržeb Heller	Tržby Heller
2013	368 763 325	6,81%	0,46%	8,00%	1 696 311
2014	369 528 787	0,21%	0,47%	2,39%	1 736 785
2015	378 954 566	2,55%	0,47%	2,55%	1 781 086
2016	386 957 106	2,11%	0,47%	2,11%	1 818 698

### 3.3.3 SWOT analýza

Identifikuje hlavní silné a slabé stránky, které vyplývají z interních záležitostí podniku ve vztahu k hrozbám a příležitostem z vnějšího prostředí. Za pomoci SWOT analýzy dovedeme komplexně vyhodnotit fungování naší společnosti. Tato analýza je součástí strategického řízení podniku a je výsledkem strategické analýzy. Data použita ve SWOT analýze jsou čerpána ze zveřejněných informací firmou, na jejich internetových stránkách a výročních zprávách společnosti.

#### **Silné stránky:**

- silné jméno firmy a dobrá pověst,
- dominantní postavení v Moravskoslezském kraji jako autorizovaný prodejce Volkswagen,
- využívání moderních technologií,
- prvotřídní kvalita výrobků,
- kvalifikovaný personál,
- společnost získala několik ocenění a je držitelem certifikátu kvality,
- dodržuje citlivý přístup k životnímu prostředí,
- finanční stabilita,
- autorizovaný prodejce vozu Volkswagen, AUDI, SEAT, Škoda a Porsche,
- image společnosti.

#### **Slabé stránky:**

- nutnost neustále údržby strojů,
- reklamní aktivita,
- soustředění se pouze v Moravskoslezském kraji,
- méně rozvinuté finanční služby.

#### **Příležitosti:**

- rozšíření svého vozového parku (např. BMW, Hyundai, ...),
- získávání nových exkluzivních klientů,
- zvyšování podílu na trhu,
- STK.

## Hrozby:

- zvýšená konkurence,
- dovoz nízkonákladových aut z asijských zemí,
- snížení marží,
- nové technologie,
- větší nároky na ekologii k životnímu prostředí.

## 3.4 Finanční analýza

V této kapitole se budeme zabývat finanční analýzou společnosti AUTO Heller za období 2008 – 2012. Hlavním účelem a smyslem této analýzy je provést diagnózu finančního hospodaření společnosti. V následující části bude zahrnuta jak vertikální tak i horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty, poměrová analýza a rozklad ukazatele ROE. Zdrojem dat pro analýzu byly výroční zprávy společnosti za roky 2008 – 2012, v nichž jsou obsaženy údaje z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a cash-flow (Přílohy 1 a 2).

### 3.4.1 Horizontální a vertikální analýza rozvahy

**Horizontální analýza rozvahy** zkoumá vývoj jednotlivých komponentů v čase a je vhodná pro použití v případě, že chceme vyčíslit, o kolik se absolutně či relativně změnila konkrétní položka. V následující tabulce je zkrácená rozvaha, kde jsou zachyceny relativní změny v %.

Tabulka 3.11 Horizontální analýza Aktiv za období 2008 - 2012

Tempa růstu aktivních položek		2008-2009	2009- 2010	2010 - 2011	2011 - 2012
<b>AKTIVA CELKEM</b>		<b>-3,3%</b>	<b>-1,9%</b>	<b>11,5%</b>	<b>-4,1%</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>-3,4%</b>	<b>5,5%</b>	<b>4,2%</b>	<b>10,5%</b>
<b>B.I.</b>	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>-35,3%</b>	<b>-34,3%</b>	<b>-67,4%</b>	<b>-32,3%</b>
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>-3,2%</b>	<b>5,7%</b>	<b>-7,6%</b>	<b>11,9%</b>
B.II.1.	Pozemky	0,0%	8,5%	0,0%	0,3%
B.II.2.	Stavby	-0,3%	-3,0%	-2,6%	19,6%
B.II.3.	Samostatné movité věci	-5,5%	20,0%	-18,3%	7,7%
<b>B.III.</b>	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>-2,3%</b>	<b>-6,9%</b>	<b>16,7%</b>	<b>-14,9%</b>
<b>C.I.</b>	<b>Zásoby</b>	<b>-5,2%</b>	<b>-9,7%</b>	<b>25,1%</b>	<b>-22,5%</b>
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	-60,2%	95,9%	-39,3%	34,0%
C.I.5.	Zboží	-4,1%	-10,9%	26,6%	-23,1%
<b>C.III.</b>	<b>Krátkodobé pohledávky (obchodní)</b>	<b>-19,2%</b>	<b>-10,6%</b>	<b>8,8%</b>	<b>-0,6%</b>
<b>C.IV.</b>	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>47,1%</b>	<b>7,0%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>-4,3%</b>
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>-15,2%</b>	<b>-40,3%</b>	<b>87,5%</b>	<b>-63,4%</b>

K největšímu růstu celkových aktiv došlo mezi roky 2010 a 2011, tj. nárůst o 67 076 tis. Kč, v relativním vyjádření to znamená nárůst o 11,5 %. Rok 2011 byl jediným s meziročním růstem za sledované období. Způsobil to růst dlouhodobého finančního majetku, kdy byl pořízen za 36 mil. Kč, 100% obchodní podíl ve společnosti TEX Areál s.r.o. Další růst zaznamenala také oběžná aktiva, která vzrostla o 16,7 %, z čehož největší podíl na jejich růstu měly zásoby zboží. Ostatní roky jsou ve znamení meziročního poklesu. V letech 2008 – 2010 byl pokles způsoben úbytkem dlouhodobého nehmotného majetku, poklesem zásob i ve značné míře poklesem krátkodobých pohledávek. U dlouhodobého majetku byly poklesy způsobeny převážně odpisy a uzavřením jedné pobočky. K nárůstu došlo v roce 2012 o 11,9 %, největší podílem na tom měla investice do realizace nového autosalonu. Dlouhodobý nehmotný majetek zaznamenával v relativním vyjádření velké poklesy, ale v absolutních hodnotách se jednalo pouze o pár stovek tisíců.

*Tabulka 3.12 Horizontální analýza Pasiv za období 2008 – 2012*

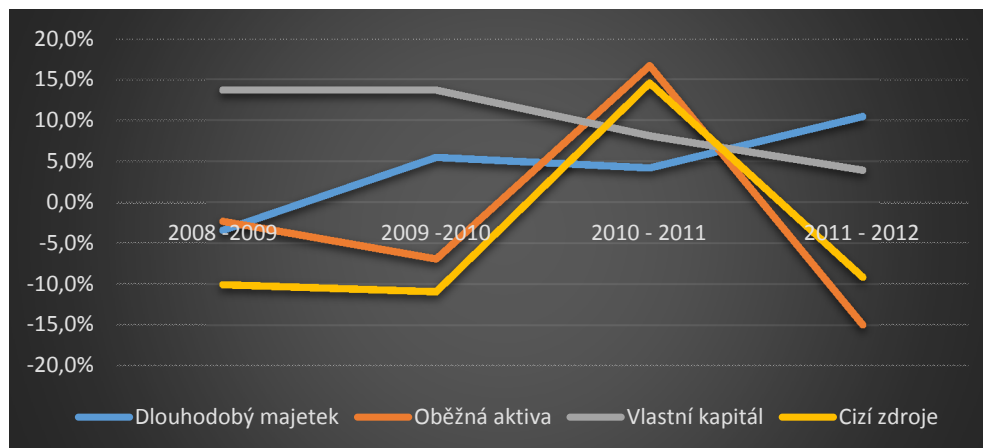
Tempa růstu aktivních položek		2008-2009	2009- 2010	2010 - 2011	2011 - 2012
<b>PASIVA CELKEM</b>		<b>-3,3%</b>	<b>-1,9%</b>	<b>11,5%</b>	<b>-4,1%</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>13,7%</b>	<b>13,7%</b>	<b>8,1%</b>	<b>3,9%</b>
<b>A.I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>A.IV.</b>	<b>Výsledek hospodaření min. let</b>	<b>26,1%</b>	<b>15,6%</b>	<b>14,7%</b>	<b>10,6%</b>
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>-10,1%</b>	<b>-10,9%</b>	<b>14,6%</b>	<b>-9,1%</b>
<b>B.I.</b>	<b>Rezervy</b>	<b>-14,9%</b>	<b>-24,2%</b>	<b>-6,7%</b>	<b>-98,7%</b>
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>-21,9%</b>	<b>-8,7%</b>	<b>-30,2%</b>	<b>29,7%</b>
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>-7,4%</b>	<b>-8,0%</b>	<b>13,4%</b>	<b>-14,5%</b>
<b>B.III.1.</b>	<b>z toho: Záv. z obchodních vztahů</b>	<b>-6,0%</b>	<b>-8,2%</b>	<b>15,5%</b>	<b>-16,7%</b>
<b>B.IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>-16,8%</b>	<b>-23,6%</b>	<b>40,5%</b>	<b>14,6%</b>
<b>B.IV.1.</b>	<b>Bankovní úvěry dlouhodobé</b>	<b>-16,8%</b>	<b>-23,6%</b>	<b>40,5%</b>	<b>14,6%</b>
<b>C.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>-54,7%</b>	<b>319,1%</b>	<b>-65,6%</b>	<b>-22,9%</b>

Na straně pasiv je vidět, že ve společnosti narůstal každoročně vlastní kapitál. Zatímco základní kapitál zůstal po sledované období stejný a to ve výši 20 mil. Kč. Výsledek hospodaření minulých let dosahoval výrazného meziročního růstu. K nejvyššímu nárůstu došlo v období 2008 – 2009, a to o 26,1 %. V následujících letech sice dochází k nárůstu, ale procentuálně se nárůst snižuje, příčinou byl pokles zisku. Cizí zdroje vykazovaly až na období 2010 - 2011 meziroční pokles. V roce 2011 vzrostly bankovní úvěry a výpomoci o 40,5 %, tj. o 19,7 mil. Kč. Úvěr byl vzat na pořízení podílu ve společnosti TEX Areál s.r.o. a také na investiční účely autosalonu AUDI. V tom samém období také vrostly krátkodobé závazky z obchodních vztahů, ale zato dlouhodobé závazky zaznamenaly pokles o více jak 30 %.



V grafu 3.5 jsou zachyceny změny hlavních hodnot v relativním vyjádření. Jak je z grafu patrné cizí zdroje a oběžná aktiva se navzájem kopírují.

Graf 3.5 Relativní vyjádření horizontální analýzy



**Vertikální analýza rozvahy** sleduje strukturu finančního výkazu vztaženou k nějaké smysluplné veličině. V případě rozvahy to jsou celková aktiva a celková pasiva.

Tabulka 3.13 Vertikální analýza Aktiv za období 2008 – 2012

Struktura aktiv		2008	2009	2010	2011	2012
<b>AKTIVA CELKEM</b>		<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>47,9%</b>	<b>47,9%</b>	<b>51,5%</b>	<b>48,1%</b>	<b>55,4%</b>
<b>B.I.</b>	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>0,4%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>47,6%</b>	<b>47,6%</b>	<b>51,3%</b>	<b>42,6%</b>	<b>49,6%</b>
B.II.1.	Pozemky	4,7%	4,8%	5,3%	4,8%	5,0%
B.II.2.	Stavby	25,4%	26,2%	26,0%	22,7%	28,3%
B.II.3.	Samostatné movité věci	16,4%	16,0%	19,6%	14,3%	16,1%
<b>B.III.</b>	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,8%</b>
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>48,9%</b>	<b>49,3%</b>	<b>46,8%</b>	<b>49,0%</b>	<b>43,5%</b>
<b>C.I.</b>	<b>Zásoby</b>	<b>31,3%</b>	<b>30,7%</b>	<b>28,2%</b>	<b>31,7%</b>	<b>25,6%</b>
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	0,6%	0,3%	0,5%	0,3%	0,4%
C.I.5.	Zboží	30,7%	30,4%	27,6%	31,4%	25,2%
<b>C.III.</b>	<b>Krátkodobé pohledávky (obchodní)</b>	<b>11,7%</b>	<b>9,8%</b>	<b>8,9%</b>	<b>8,7%</b>	<b>9,0%</b>
<b>C.IV.</b>	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>5,8%</b>	<b>8,9%</b>	<b>9,7%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,8%</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,9%</b>	<b>1,1%</b>

Ve struktuře celkových aktiv tvoří významné položky dlouhodobý hmotný majetek a zásoby. V dlouhodobém hmotném majetku jsou nejvíce zastoupeny stavby a samostatné movité věci, což je z pohledu posuzované společnosti celkem logické, protože vlastní několik autosalónů a strojů. DHM se na celkových aktivech podílí v rozmezí 47 – 52 %. Oběžná aktiva nepřesahují hranici podílu 50% na celkových aktivech. Největší zastoupení tvoří zásoby (zboží)

a to přibližně 30 % z celkových aktiv, nejvíce to je v roce 2011, tj. 31,7 %. Jak krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů, tak i krátkodobý finanční majetek, který se skládá z peněžních prostředků na účtech v bankách, se na celkových aktivech podílejí kolem 9 %.

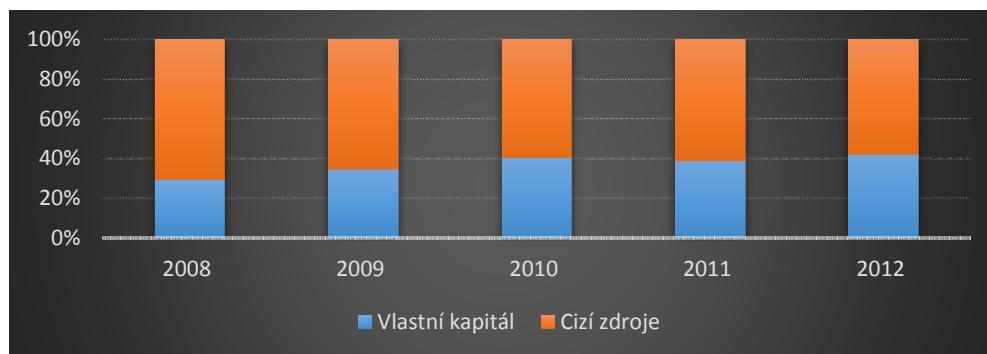
Na straně pasiv v tabulce 3.14 je vidět, že společnost disponuje více cizími zdroji, než vlastním kapitálem. Za sledované období je vidět jak vlastní kapitál rostl a cizí zdroje klesaly. Vlastní kapitál tvořil z největší části výsledek hospodaření minulých let, kdy v roce 2008 se na celkových pasivech podílel 19,2 % a v roce 2012 až 35 %. Nejvýraznějším podílem na cizím kapitálu jsou krátkodobé závazky v rozmezí 42 – 52 % a každoročně se snižují v procentuálním vyjádření k pasivům. Společnost nevyužívá ani v jednom roce žádné krátkodobé bankovní úvěry, zato dlouhodobé bankovní úvěry se pohybují kolem 11 % pasiv.

Tabulka 3.14 Vertikální analýza Pasiv za období 2008 – 2012

Struktura pasiv		2008	2009	2010	2011	2012
<b>PASIVA CELKEM</b>		<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>29,3 %</b>	<b>34,4 %</b>	<b>39,9 %</b>	<b>38,7 %</b>	<b>41,9 %</b>
<b>A.I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	<b>3,2 %</b>	<b>3,4 %</b>	<b>3,4 %</b>	<b>3,1 %</b>	<b>3,2 %</b>
<b>A.IV.</b>	<b>Výsledek hospodaření mi. let</b>	<b>19,2 %</b>	<b>25,0 %</b>	<b>29,5 %</b>	<b>30,4 %</b>	<b>35,0 %</b>
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>70,4 %</b>	<b>65,4 %</b>	<b>59,4 %</b>	<b>61,1 %</b>	<b>57,9 %</b>
<b>B.I.</b>	<b>Rezervy</b>	<b>1,3 %</b>	<b>1,2 %</b>	<b>0,9 %</b>	<b>0,8 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky (dluhopisy)</b>	<b>4,2 %</b>	<b>3,4 %</b>	<b>3,1 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>2,7 %</b>
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>52,4 %</b>	<b>50,2 %</b>	<b>47,1 %</b>	<b>47,9 %</b>	<b>42,7 %</b>
<b>B.III.1.</b>	<b>z toho: Záv. z obchodních vztahů</b>	<b>41,8 %</b>	<b>40,6 %</b>	<b>38,0 %</b>	<b>39,4 %</b>	<b>34,2 %</b>
<b>B.IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>12,4 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>8,3 %</b>	<b>10,5 %</b>	<b>12,5 %</b>
<b>B.IV.1.</b>	<b>Bankovní úvěry dlouhodobé</b>	<b>12,4 %</b>	<b>10,7 %</b>	<b>8,3 %</b>	<b>10,5 %</b>	<b>12,5 %</b>
<b>B.IV.2.</b>	<b>Krátkodobé bankovní úvěry</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>C.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>0,3 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>0,7 %</b>	<b>0,2 %</b>	<b>0,2 %</b>

V následujícím grafu je za sledované období krásně vidět růst vlastního kapitálu a pokles cizích zdrojů na celkových pasivech.

Graf 3.6 procentuální vyjádření vlastního kapitálu a cizích zdrojů na celkových pasivech



### 3.4.2 Horizontální a vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

**Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty** zkoumá vývoj jednotlivých komponentů v čase a je vhodná pro použití v případě, že chceme vyčíslit, o kolik se absolutně či relativně změnila konkrétní položka. V následující tabulce je zkrácený VZZ, kde jsou zachyceny relativní změny v %.

Tabulka 3.15 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty za období 2008 - 2011

Položka	2008-2009	2009- 2010	2010 - 2011	2011 - 2012
Tržby za prodej zboží	-1,0%	0,8%	6,8%	-8,1%
Náklady vynaložené na prodané zboží	-1,1%	1,1%	7,2%	-7,2%
<b>Obchodní marže</b>	<b>1,2%</b>	<b>-8,0%</b>	<b>-7,1%</b>	<b>-44,2%</b>
Výkonová spotřeba	5,8%	2,7%	3,3%	-6,6%
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>6,3%</b>	<b>3,4%</b>	<b>-13,3%</b>	<b>-7,9%</b>
Osobní náklady	3,9%	3,7%	0,4%	-5,9%
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>-20,5%</b>	<b>10,4%</b>	<b>-19,8%</b>	<b>-39,8%</b>
Výnosové úroky	277,8%	76,5%	-15,0%	-68,6%
Nákladové úroky	-25,8%	-44,7%	-4,0%	-5,3%
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-12,6%</b>	<b>-26,5%</b>	<b>-7,7%</b>	<b>-11,0%</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	-40,3%	37,2%	-20,6%	-35,4%
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>-16,5%</b>	<b>13,5%</b>	<b>-21,4%</b>	<b>-46,1%</b>
<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>431,9%</b>	<b>-86,6%</b>	<b>-100,0%</b>	<b>na</b>
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>-18,4%</b>	<b>16,3%</b>	<b>-21,2%</b>	<b>-46,1%</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>-23,4%</b>	<b>20,0%</b>	<b>-21,1%</b>	<b>-43,9%</b>

Z tabulky je na první pohled jasné, že v letech 2011 – 2012 došlo k výraznému poklesu tržeb a marží, což vedlo také k poklesu provozního výsledku hospodaření, který si pohoršil o necelých 40 %. Pokles tržeb byl způsoben uzavřením jedné pobočky a výstavbou nového autosalonu. Během té doby se muselo prodávat v provizorních prostorách. Důvodem, proč došlo v roce 2012 k tak razantnímu snížení marží, bylo rozšíření a zkvalitnění vozového parku asijsko-čínskými výrobci a ostré konkurenci. Tito výrobci tlačí ceny automobilů dolů. To se nelíbí evropským automobilkám, které chtějí zůstat u stávajících cen. Aby společnost držela krok s konkurencí, je nucena snížit marži. Zato v letech 2009 – 2010 stojí za snížením marží především finanční krize, která v tomto období vypukla. Finanční výsledek hospodaření je celé sledované období v záporných číslech.

**Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty** sleduje strukturu finančního výkazu, vztaženou k nějaké smysluplné veličině. V případě VZZ to jsou celkové tržby, které jsou tvořeny tržbami za prodej zboží a tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb. Údaje ze zkráceného VZZ jsou zachyceny v následující tabulce.

Tabulka 3.16 Vertikální analýza VZZ za období 2008 - 2012

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby za prodej zboží	83,8%	82,6%	82,3%	83,5%	82,7%
Náklady vynaložené na prodané zboží	81,3%	80,1%	80,0%	81,4%	81,5%
<b>Výkony</b>	16,3%	17,3%	17,8%	16,5%	17,4%
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	16,2%	17,4%	17,7%	16,5%	17,3%
<b>Obchodní marže</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,2%</b>
Výkonová spotřeba	11,7%	12,3%	12,5%	12,3%	12,4%
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,6%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,2%</b>
Osobní náklady	6,3%	6,5%	6,7%	6,4%	6,5%
Odpisy	2,0%	2,5%	2,6%	2,5%	2,6%
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>3,1%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,3%</b>
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-0,2%</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	0,6%	0,4%	0,5%	0,4%	0,3%
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,4%</b>	<b>0,8%</b>
<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,6%</b>	<b>1,9%</b>	<b>1,4%</b>	<b>0,8%</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>2,6%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,4%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,1%</b>

V analyzovaném období se nejvíce podílí na výnosech tržby za prodej zboží, tj. kolem 83 % a výkony přes 17 %. Téměř většinu nákladů zahrnují náklady na prodané zboží. V roce 2012 činily 81,5 % z celkových tržeb. Dalšími velkými položkami mezi náklady je výkonová spotřeba, ta se podílí kolem 12 % na celkových tržbách za sledované období a osobní náklady. Odpisy tvoří nepatrný podíl na celkových tržbách. Finanční výsledek hospodaření se ve všech letech pohyboval v záporných číslech, naštěstí se jedná pouze o malinkatý podíl na tržbách v rozmezí -0,2 až -0,5 %. Provozní výsledek hospodaření se oproti finančnímu pohyboval v kladných číslech. Největší podíl na tržbách měl v roce 2008, tj. 3,1 %, ale s dobou postupně upadal a v roce 2012 už činil pouze 1,3 % podílu na tržbách.

### 3.4.3 Analýza poměrových ukazatelů

V této podkapitole se zaměříme na ukazatele rentability, zadluženosti, aktivity a likvidity. Vývoj ukazatelů bude zachycen v letech 2008 – 2012 a pomocí pyramidového rozkladu se podrobněji zaměříme na ukazatel rentability vlastního kapitálu. Výchozí hodnoty jsou převzaty z účetních výkazů společnosti (viz. Přílohy) a výpočty byly provedeny na základě vzorců uvedených v kapitole (2.4.2.2.2 - Analýzy poměrových ukazatelů).

#### Ukazatelé aktivity

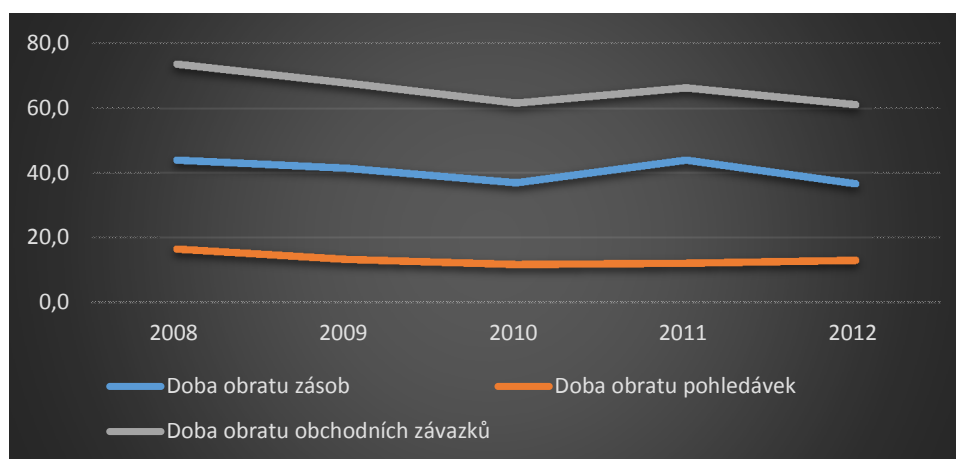
Ukazatelé aktivity nás informují o tom, zda podnik efektivně využívá svého majetku. Výsledné hodnoty vybraných ukazatelů aktivity jsou zachyceny v tabulce 3.17.

Tabulka 3.17 Ukazatelé aktivity

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012
Obrat aktiv	2,56	2,66	2,74	2,60	2,51
Doba obratu zásob (dny)	44,0	41,5	37,0	43,9	36,7
Doba obratu pohledávek (dny)	16,5	13,3	11,7	12,1	13,0
Doba obratu obchodních závazků (dny)	73,6	67,9	61,7	66,4	61,2

Ukazatel obratu aktiv nám říká, kolik korun tržeb připadá na jednu korunu aktiv a měl by dosahovat alespoň hodnoty 1. Tato hodnota byla dosažena v každém sledovaném roce a co více, hodnoty byly v rozmezí 2,5 – 2,7. Doba obratu zásob je v roce 2012 37 dní. Ve sledovaném období tato hodnota klesá, což je pro podnik pozitivní. Jen v roce 2011 stoupla na 44 dní, což bylo způsobeno velkým nárůstem zásob. Doba obratu pohledávek dosahuje optimálních hodnot, pro podnik je nejlepší doba obratu pohledávek co nejkratší. Doba úhrady krátkodobých závazků nám říká, za kolik dní v průměru hradíme své závazky. Přičemž je dobré, aby hodnota byla vyšší než hodnota doby splatnosti pohledávek. V našem případě je doba obratu závazků v každém sledovaném období větší, než doba obratu pohledávek a dosahuje hodnoty od 61 do 74 dnů. Vývoj ukazatelů aktivity je zachycen v grafu 3.7, ze kterého je patrné, že v meziročním srovnání se doba obratu zásob a obchodních závazku navzájem kopírují.

Graf 3.7 Vývoj doby obratu zásob, pohledávek a obchodních závazku ve dnech



### Ukazatelé finanční stability a zadluženosti

Tyto ukazatelé se zabývají hledáním ideální kapitálové struktury společnosti, jinými slovy jak společnost využívá pro financování svých potřeb vlastní a cizí kapitál. V tabulce 3.18 jsou zaznamenány výsledky vybraných ukazatelů.

Tabulka 3.18 Ukazatelé zadluženosti

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Podíl vlastního kapitálu na celkovém</b>	29,3%	34,4%	39,9%	38,7%	41,9%
<b>Úrokové krytí</b>	8,7	9,0	18,3	15,2	9,4
<b>Celková zadluženost</b>	70,4%	65,4%	59,4%	61,1%	57,9%
<b>Finanční páka</b>	3,4	2,9	2,5	2,6	2,4

Celková zadluženost nám udává podíl cizího kapitálu a celkových aktiv. Vysoké hodnoty, neznamenaají vždy negativum, záleží na výši placených úroků z cizího kapitálu. Trend ukazatele by měl z časového hlediska klesat, protože čím je vyšší, tím je také vyšší riziko věřitelů. V našem případě dosahuje nejvyšší hodnoty tj. 70,4 % v počátečním roce a do roku 2012 klesl na hodnotu necelých 58 %. Ukazatel podílu vlastního kapitálu na celkových aktivech neboli koeficient samofinancování vyjadřuje, do jaké míry je podnik schopen krýt vlastní majetek svými zdroji. V analyzovaném období hodnota rostla až na 41,9 %, což bylo způsobeno zvýšením vlastního kapitálu, a tím došlo i k posílení stability podniku. Ukazatel finanční páky vystihuje, kolik korun aktiv připadá na 1 korunu vlastního kapitálu. Obecně by hodnota měla být stabilní či klesající, jako je v našem případě. Ukazatel úrokového krytí vyjadřuje, kolikrát je zisk vyšší než úroky. Jak je vidět z tabulky 3.18, hodnoty dosahují dostatečně vysokých hodnot a činnost společnosti nemohly úroky negativně ovlivnit.

### Ukazatelé likvidity

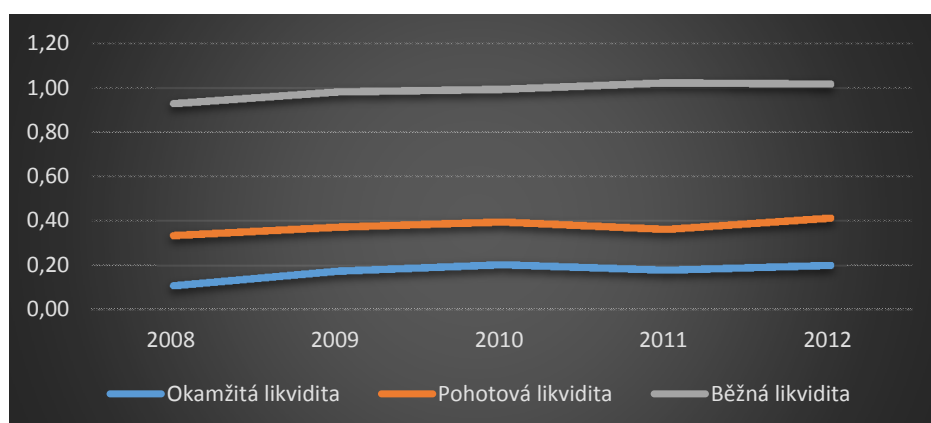
Likviditou se rozumí zkoumání platební schopnosti podniku, včas dostat svým závazkům. Výsledky hodnot likvidity společnosti jsou shrnuty v tabulce 3.19.

Tabulka 3.19 Ukazatelé likvidity

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Okamžitá likvidita</b>	0,11	0,18	0,21	0,18	0,20
<b>Pohotová likvidita</b>	0,33	0,37	0,39	0,36	0,41
<b>Běžná likvidita</b>	0,93	0,98	0,99	1,02	1,02

Pro lepší přehlednost jsou výsledné hodnoty likvidity za analyzované období 2008 – 2012 zachyceny v grafickém útvaru 3.8.

*Graf 3.8 Ukazatelé likvidity*



U běžné likvidity se za optimální hodnoty považují ty, které se nachází v rozmezí od 1,5 do 2,5. Jak vyplývá z výše uvedené tabulky či grafu, tak v žádném roce se běžná likvidita nenachází v daném rozmezí. Při porovnání s odvětvím zjistíme, že se hodnoty společnosti zase tolik od odvětví neliší. V prvních třech letech je hodnota menší než 1, to vypovídá o tom, že krátkodobé závazky není možné z oběžných aktiv uhradit. Důvodem nízké likvidity je především nízký stav pohledávek. Pozitivním jevem v roce 2011 a 2012 je, že hodnota zaznamenala nárůst. Pohotová likvidita má tendenci růstu, ale i tak nedosahuje příznivých hodnot. Důvodem je, že podnik velkou část krátkodobých aktiv drží ve formě zásob, které jsou nejméně likvidní. Ukazatel okamžité likvidity zahrnuje pouze nejlikvidnější složky oběžných aktiv a za optimum se považují hodnoty od 0,2. Až v roce 2012 se hodnoty okamžité likvidity přibližují k optimu a pozitivním jevem je, že ukazatel má tendenci růstu.

### **Ukazatel Rentability**

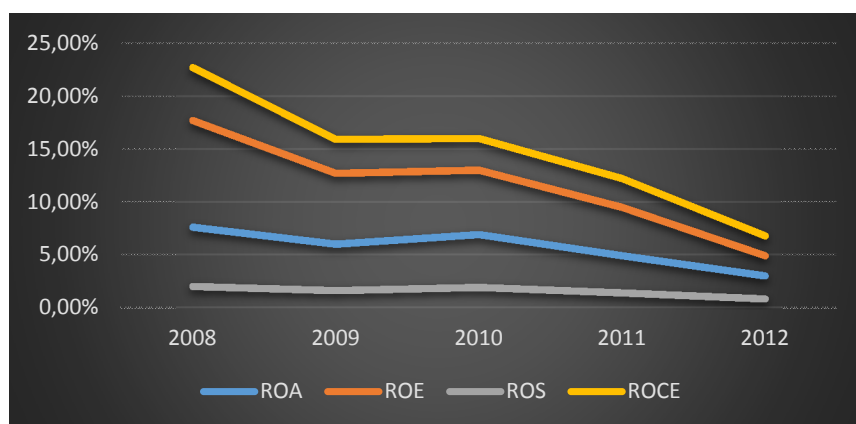
Ukazatelé rentability jsou jedny z nejsledovanějších ukazatelů v podniku, které podávají informace o efektu, jakého bylo dosaženo vloženým kapitálem. V níže uvedené tabulce jsou vypočteny hodnoty jednotlivých ukazatelů za analyzované období.

*Tabulka 3.20 Ukazatelé Rentability*

Ukazatel	2008	2009	2010	2011	2012
<b>(ROA) Rentabilita celkového kapitálu z EBIT</b>	7,6%	6,0%	6,9%	4,9%	3,0%
<b>(ROE) Rentabilita vlastního kapitálu po dani</b>	17,7%	12,7%	13,0%	9,5%	4,9%
<b>(ROS) Rentabilita tržeb po dani</b>	2,0%	1,6%	1,9%	1,4%	0,8%
<b>(ROCE) Rentabilita tržeb z provozního cash flow</b>	22,7%	15,9%	16,0%	12,2%	6,8%

Ve sledovaném období mají vybrané ukazatelé klesající charakter. Kromě roku 2010, ve kterém byl zachycen nepatrný nárůst oproti předcházejícímu roku. V roce 2012 byla marže za prodané zboží nejnižší, a tím došlo také k razantnímu poklesu hospodářského výsledku, což mělo za následek větší pokles ukazatelů rentability. Ukazatel rentability aktiv je ve sledovaných letech sice klesající, ale pořád kladný, což vypovídá o zhodnocení investovaných aktiv. V roce 2010 došlo ke zlepšení, ale následující rok ukazatel zaznamenal opět propad a to na 4,9 %. Důvodem byl nižší hospodářský výsledek a zvýšení hodnoty aktiv (koupí 100% podílu společnosti TEX Areál s.r.o.). Hodnota ukazatele rentability tržeb udává stupeň ziskovosti, která připadá na 1 Kč tržeb. Ta v roce 2012 klesla až na hodnotu pod jedno procento, z čehož vyplývá, že je podnik i tak schopen dosahovat zisku při dané úrovni tržeb. Ukazatel rentability vlastního kapitálu dosáhl nevyšší hodnoty v roce 2008, tj. 17,7 % a od té doby klesal až těsně pod hranici 5 %, kdy v roce 2012 byla výsledná hodnota 4,9 %. Pro lepší přehlednost jsou hodnoty ukazatelů zachyceny v grafu 3.9.

*Graf 3.9 Ukazatelé rentability*



### **Pyramidový rozklad rentability vlastního kapitálu**

Primární myšlenkou pyramidové soustavy je postupný rozklad vrcholového ukazatele na dílčí ukazatele. V našem případě se jedná o ukazatel ROE. Pomocí metody postupných změn je sestaven pyramidový rozklad ukazatele ROE pro první a druhou úroveň. V tabulce 3.21 je u každého ukazatele v prvním řádku hodnota ukazatele v čase T0 a T1. V prostředním řádku v levé buňce je uvedena absolutní odchylka. V posledním a to ve třetím řádku u vrcholového ukazatele je uvedena absolutní odchylka a relativní odchylka v procentech. U dílčích ukazatelů jsou ve třetím řádku obsaženy absolutní a relativní vlivy dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel.



Tabulka 3.21 Rozklad ukazatele ROE pro rok 2011 -2012

ROE	
0,0950	0,0493
-0,0457	
-4,574%	-48,135%

1. stupeň rozkladu					
EAT/T		T/A		A/VK	
0,0142	0,0082	2,5956	2,5105	2,5839	2,3840
-0,0059		-0,0851		-0,1999	
-3,979%	-41,880%	-0,181%	-1,906%	-0,413%	-4,349%

2. stupeň rozkladu					
EAT/EBT		EBT/EBIT		EBIT/T	
0,7419	0,6900	0,9385	0,9033	0,0203	0,0132
-0,0519		-0,0352		-0,0071	
-0,665%	-6,995%	-0,331%	-3,487%	-2,984%	-31,399%

Mezi lety 2011 a 2012 klesl ukazatel ROE v absolutní hodnotě o 4,57 % a v relativním měření o 48,13 %. Největší a zároveň negativní vliv na ROE měla čistá rentabilita tržeb, která se na absolutním poklesu podílela -3,98 %. Hlavním důvodem byl pokles zisku v roce 2012. Obrat aktiv a ukazatel finanční páky působí nejméně, ale také negativně. U obratu aktiv je to pouze -0,18 % a u finanční páky -0,41 %. Součet všech tří dílčích ukazatelů se rovná změně vrcholového ukazatele ROE, tj. -4,57 %.

Čistá rentabilita tržeb působila na ROE nejvíce, proto je na druhé úrovni dále rozložena. Všechny dílčí ukazatele působí také negativně jako v prvním stupni rozkladu. Nejvýznamnější působila na druhém stupni rozkladu provozní rentabilita tržeb, absolutně přispěla k poklesu ROE 2,98 %. Druhý největší vliv měla daňová redukce zisku, která působila na změnu ROE pod hranici jednoho procentu, a to -0,67 %. Úroková redukce zisku, se na změně ROE podílela pouze -0,33 %. Zde také platí, že součet dílčích vlivů z prvního i druhého stupně rozkladu se rovná změně vrcholového ukazatele.

## INDEX IN05

Tento index je vhodný pro roční zhodnocení finanční situace podniku prostřednictvím jednoho čísla. Mezi českými ekonomy je brán jako jeden z nevhodnějších pro doplnění finanční analýzy. Index IN05 zahrnuje pět ukazatelů, které v sobě obsahují aktivitu, likviditu,

zadluženost a rentabilitu. Každému z indexu je přidělena váha podle důležitosti a výsledná hodnota je stanovena do tří skupin. Hodnota vyšší než 1,6 udává, že podnik by měl být finančně zdravý a měl by vytvářet hodnotu pro vlastníky. Jak vidíme v tabulce 3.22, tak takové hodnoty AUTO Heller dosahuje pouze v letech 2010 a 2011. V ostatních letech ve sledovaném období jsou výsledné hodnoty v intervalu 0,9 až 1,6, kdy není společnost zdravá ani nemocná, někdy je označována za tzv. šedou zónu. Nejnižší hodnota je v roce 2012 tj. 1,39, která je sice něco málo pod hranicí 1,6, ale i tak to je pro podnik pozitivní. Tento pokles byl způsoben nižším provozním výsledkem hospodaření oproti předcházejícím rokům.

*Tabulka 3.22 Index IN05 společnosti AUTO Heller*

Ukazatel		Váha	2008	2009	2010	2011	2012
<b>X<sub>1</sub></b>	Aktiva/cizí zdroje	0,13	0,18	0,20	0,22	0,21	0,22
<b>X<sub>2</sub></b>	EBIT / nákladové úroky	0,04	0,35	0,36	0,73	0,61	0,38
<b>X<sub>3</sub></b>	EBIT / aktiva	3,97	0,30	0,24	0,27	0,20	0,12
<b>X<sub>4</sub></b>	Výnosy / aktiva	0,21	0,58	0,60	0,62	0,59	0,58
<b>X<sub>5</sub></b>	Oběžný majetek / krátkodobé závazky	0,09	0,08	0,09	0,09	0,09	0,09
<b>Index IN05</b>			<b>1,49</b>	<b>1,48</b>	<b>1,94</b>	<b>1,70</b>	<b>1,39</b>

### 3.4.4 Závěr finanční analýzy

Za analyzované období 2008 – 2012 byla provedena celková finanční analýza společnosti AUTO Heller. Společnosti se stabilně daří dosahovat zisku, což je pro podnik velmi pozitivní. Větší pokles byl zaznamenán jen v roce 2012, kdy výsledek hospodaření klesl o více jak 40 % oproti předchozímu roku. Důvodem byla nejnižší marže za prodané zboží ve sledovaném období a pokles prodaných automobilů.

Hlavní činností společnosti je prodej osobních automobilů, který tvoří více jak 80 % všech příjmů. V České republice je růstový trend prodeje nových automobilů. Pro naši vybranou společnost to je jen dobře a to z důvodu projevu na struktuře tržeb, které jsou z velké části tvořeny tržbami za prodej automobilů. Tržby každoročně rostly, kromě roku 2012. Tento pokles byl způsoben výstavbou nového autosalonu a přesunutí prodeje do provizorních prostorů. Během té doby byl zaznamenán pokles prodaných automobilů a tudíž i tržeb. V následujících letech se očekávají znovu mezioční nárůsty.

Poměrové ukazatele se vyvíjely ve většině případů pozitivně kromě roku 2012, který byl oproti ostatním rokům méně příznivý. Ukazatelé likvidity se pohybují pod hranicí doporučených hodnot, ale pozitivem je, že mají tendenci růstu. V oblasti finanční stability a

zadluženosti byly hodnoty příznivé. Společnost využívá bankovní úvěry, ale ukazatel úrokového krytí je dostatečně vysoký a činnost společnosti tak úroky nemohly negativně ovlivnit. Ukazatelé rentability každoročně klesaly, ale i tak společnost AUTO Heller byla zisková v každém roce za sledované období. V posledním analyzovaném roce, tj. 2012 vykazovaly ukazatele rentability větší pokles, zato u ukazatelů likvidity (okamžitá, běžná) a celkové zadluženosti došlo ke zlepšení.

Celková analýza indexem IN05 odhalila, že finanční zdraví podniku je příznivé a společnost tak nespěje k bankrotu.

### **3.5 Finanční plán**

Pro finanční plán společnosti AUTO Heller budou využity získané informace ze strategické a finanční analýzy a také z plánu managementu společnosti. Finanční plán bude sestaven na 4 roky dopředu, tj. 2013 – 2016 a výsledkem bude prognóza výkazu zisku a ztráty a rozvahy pro předpokládaný scénář. Pro pesimistický a optimistický scénář jsou výkazy součástí přílohy č. 3.

#### **Plán výkazu zisku a ztráty (předpokládaný scénář)**

Základem pro sestavení finančního plánu je predikce celkových tržeb. Celkové tržby společnosti od roku 2001 meziročně rostly, kromě roku 2012. V tomto roce tržby zaznamenaly 7 % pokles, z důvodu uzavření jedné z prodejen, výstavby nového autosalónu a působením v provizorních prostorech. Na základě výsledků strategické analýzy bylo v roce 2013 zjištěno meziroční tempo růstu tržeb o cca 8 %. Hlavním důvodem tohoto nárůstu je ukončení prodeje v provizorních prostorech a přestěhování se do nového moderně vybaveného autosalónu. Po tomto významném zvýšení tržeb, očekáváme v následujících letech stabilní růst kolem 2,35 % ročně. Odvětví, ve kterém podnik působí, je především závislé na prodeji a servisu osobních automobilů. Experti pro automobilový průmysl odhadují meziroční nárůsty prodeje nových automobilů kolem 2 % a starší automobily budou potřebovat servis.

Výše obchodní marže v roce 2012 výrazně klesla a to z 2,41 % na 1,46 %. Za touto příčinou stojí hlavně rostoucí síla čínsko-asijských konkurentů, kteří tlačí ceny dolů. Za posledních 10 let poklesla na rekordní minimum. V následujících letech si „noví“ konkurenti vybudují své postavení a sílu na trhu a tím se bude i obchodní marže mírně narůstat. Analytici očekávají pro další roky ustupující tlak na ceny zboží od hlavních dodavatelů, ale nelze předpokládat, že by obchodní marže extrémně rostla. V roce 2016 tak bude dosahovat zhruba 1,65 %.

Vývoj nákladu na prodané zboží je pro nastávající roky stanoven pomocí odhadů obchodní marže ( $Tržby\ za\ prodej\ zboží \cdot (1 - obchodní\ marže)$ ). Náklady vynaložené na prodané zboží se za sledované období (2008 – 2012) pohybovaly kolem 81 % z celkových tržeb. V následujících letech se nepočítá, že by došlo k nějaké výrazné změně. Náklady na prodané zboží se budou pohybovat v rozmezí 80 – 82 % z celkových tržeb společnosti, tj. v rozmezí 1 382 – 1 479 mil. Kč.

Výkonová spotřeba v roce 2013 očekává nárůst na úrovni 6,75 %. Tento růst bude spojen s novým autosalonem (růst cen energií, stěhování z provizorních prostorů apod.). Pro další léta se očekává mírný nárůst. V meziročním průměrném nárůstu půjde o cca 1,6 %. K celkovým tržbám dosahuje podílu kolem 12 %, tj. v průměru cca 212 mil. Kč.

Vývoj osobních nákladů se v minulém období procentuálně pohyboval kolem 6,5 % z celkových tržeb. V roce 2013 budou osobní náklady dosahovat 110 mil. Kč, což je procentuální nárůst oproti předcházejícímu roku o 8,7 %. Tento nárůst je způsoben příjmem nových zaměstnanců do již hotového autosalonu, jak na pozici prodeje, tak na servisní práce. V následujících letech budou osobní náklady dosahovat v průměru 6,59 % z celkových tržeb, jako tomu bylo i v předešlém období.

Ostatní provozní výnosy a náklady pro období 2013 až 2016 se podle managementu společnosti očekávají přibližně na stejné úrovni jako v předcházejících letech. Ostatní provozní výnosy se ve zkoumaném období (2008 – 2012) pohybovaly kolem 4,4 % z celkových tržeb. V roce 2009 a 2012 byl zaznamenán pokles provozních výnosů, který byl způsoben situací na trhu. Při odhadu dalšího vývoje se očekává růstový trend cca o 3,3 % díky otevření nového autosalonu. Konečná výše výnosů bude dosahovat 4,21 - 4,3 % z celkových tržeb, což je meziroční nárůst o 0,84 %. Ostatní provozní náklady v roce 2013 vzrostou o 4,3 % na 9,3 mil. Kč, kvůli pojistnému a škodě vztahující se k provozní činnosti a otevření autosalonu. V dalších letech budou meziročně klesat a také se budou pohybovat v rozmezí 0,55 – 0,49 % z celkových tržeb, jako tomu bylo v přecházejícím období.

Sazba daně z příjmu právnických osob se v následujících letech neplánuje měnit, proto předpokládáme její hodnotu na úrovni 19 %. U ostatních daní a poplatků se v budoucích letech neočekává žádná výrazná změna. Proto byla jejich hodnota stanovena aritmetickým průměrem z posledních pěti let a to na 0,09 % z tržeb společnosti. Výše odpisů je odvozena od stavu odepisovaného majetku a budoucích investic.

Tabulka 3.23 Zkrácený finanční plán výkazu zisku a ztráty (předpokládaný scénář)

	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží	1 299 390	1 403 355	1 436 839	1 473 489	1 504 606
Náklady vynaložené na prodané zboží	1 280 368	1 382 195	1 414 524	1 449 919	1 479 815
<b>Obchodní marže</b>	<b>19 022</b>	<b>21 160</b>	<b>22 315</b>	<b>23 571</b>	<b>24 791</b>
<b>Výkony</b>	<b>272 586</b>	<b>292 956</b>	<b>299 946</b>	<b>307 597</b>	<b>314 093</b>
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	271 253	292 956	299 946	307 597	314 093
Výkonová spotřeba	194 147	207 253	210 634	214 376	217 212
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>97 461</b>	<b>106 864</b>	<b>111 628</b>	<b>116 791</b>	<b>121 671</b>
Osobní náklady	101 817	110 712	114 124	117 831	121 138
Daně a poplatky	1 356	1 607	1 645	1 687	1 723
Odpisy DNM a DHM	40 954	40 954	42 177	44 243	47 088
Tržby z prodeje DM a materiálu	77 208	83 385	85 375	87 553	89 402
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	67 395	72 787	74 524	76 425	78 039
Ostatní provozní výnosy	65 524	71 365	73 685	76 203	78 470
Ostatní provozní náklady	8 930	9 313	9 207	9 117	8 990
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>20 750</b>	<b>26 241</b>	<b>29 010</b>	<b>31 243</b>	<b>32 565</b>

### Plánovaná rozvaha (předpokládaný scénář)

Rozvaha zachycuje bilanční formou stav majetku podniku (aktiva) a zdroje jeho krytí (pasiva), kdy suma aktiv se musí rovnat sumě pasiv. Níže je rozvedena predikce nejdůležitějších položek rozvahy pro rok 2013 až 2016. Výsledné hodnoty jsou zachyceny v tabulce 3.24 až 3.25 a výchozím rokem je rok 2012.

Dlouhodobý hmotný majetek tvoří stavby, pozemky a samostatné movité věci. V roce 2012 společnost investovala do výstavby nového autosalonu přes 29 mil. Kč. V následujících letech se pak předpokládají průběžné malé investice do ostatních budov ve formě technického zhodnocení a jejich výše podle managementu společnosti by měla být cca 1 mil. Kč. Samostatné movité věci by se měly dle potřeb podniku zvyšovat. Investice do dopravních prostředků jsou nezbytnou součástí provozu společnosti. Jedná se o nutný nákup převážně předváděcích a náhradních vozidel. V následujících letech se budou investice do movitých věcí zvyšovat cca o 3,7 mil. Kč. Nehmotný majetek je dán softwarem a tvoří pouze zanedbatelnou část z celkového DM. Investice do NM se plánují v řádech stovek tisíců. Dlouhodobý finanční majetek je tvořen 100% podílem ve společnosti TEX Areál s.r.o. a podnik ho neplánuje v budoucnu rozšiřovat.

Oběžná aktiva jsou tvořena v převážné míře zásobami a krátkodobými pohledávkami. OA jsou plánována pomocí doby obratu jednotlivého oběžného majetku, který vychází z finanční analýzy společnosti. Doba obratu zásob se za sledované období pohybovala v průměru 40 dní. V roce 2010 a 2012 klesla doba obratu na 37 dní, čímž firma reagovala na situaci na trhu. V roce 2010 byl pokles způsoben reakcí na hospodářskou recesi předcházejícího roku. Plánovaná doba obratu pro roky 2013 až 2016 je v meziročním růstu o 2,8 %, tj. 38 - 43

dní. Krátkodobé pohledávky se za sledované období pohybovaly mezi 12 a 13 dny, což také zůstane i v následujícím období. Peněžní prostředky vychází z peněžní likvidity, která byla stanovena na základě průměrné hodnoty z minulých let a to maximálně 20% krátkodobých závazků.

Ostatní aktiva (časové rozlišení aktiv) se v posledních letech pohybovala kolem 16 -20 mil. Kč. Pokles byl zaznamenán v roce 2010 a 2012, což bylo způsobeno situací na trhu (hospodářská recese, prodej v provizorních porterech apod.). V následujícím období budou ostatní aktiva růst cca o 22 %.

*Tabulka 3.24 Plán rozvahy – aktiv (předpokládaný scénář)*

<b>Položka</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>625 624</b>	<b>659 511</b>	<b>680 609</b>	<b>703 500</b>	<b>726 313</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	346 804	350 443	355 408	360 379	365 303
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	212	402	617	838	1 012
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	310 592	314 041	318 791	323 541	328 291
Pozemky	31 390	31 390	31 390	31 390	31 390
Stavby	177 072	178 072	179 072	180 072	181 072
Samostatné movité věci	100 829	104 579	108 329	112 079	115 829
<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	36 000	36 000	36 000	36 000	36 000
Podíly v ovládaných a řízených osobách	36 000	36 000	36 000	36 000	36 000
<b>Oběžná aktiva</b>	271 983	300 683	314 919	330 510	345 544
<b>Zásoby</b>	160 076	182 388	194 308	207 341	220 301
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	56 560	60 838	62 038	63 363	64 439
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	53 761	57 456	58 572	59 806	60 805
<b>Časové rozlišení</b>	6 837	8 385	10 283	12 611	15 465

V rámci prognózy pasiv, základní kapitál zůstane i v následujících letech nezměněný a to 20 mil. Kč. Také kapitálové fondy a fondy ze zisku zůstanou nezměněny. Vlastní kapitál bude mít růstový charakter a to díky rostoucímu výsledku hospodaření.

Rezervy zůstanou v dalších letech nulové. Dlouhodobé závazky budou podle managementu společnosti v následujících letech klesat o 10%, jak tomu bylo i v předešlých letech. Krátkodobé závazky tvoří největší část z cizích zdrojů a jsou plánovány pomocí doby obratu, která v minulosti postupně klesala (viz. poměrové ukazatele). V nastávajícím období se doba obratu bude pohybovat kolem 61 a 60 dnů. U dlouhodobých bankovních úvěrů se předpokládá klesající charakter díky splátkovým kalendářům. S krátkodobými bankovními úvěry se v následujících čtyřech letech nepočítá, tak jako tomu bylo doposud. Ostatní pasiva budou mít růstový charakter cca o 30 % a budou se pohybovat v rozmezí 1,4 - 3,7 mil. Kč.

Tabulka 3.25 Plán rozvahy – pasiv (předpokládaný scénář)

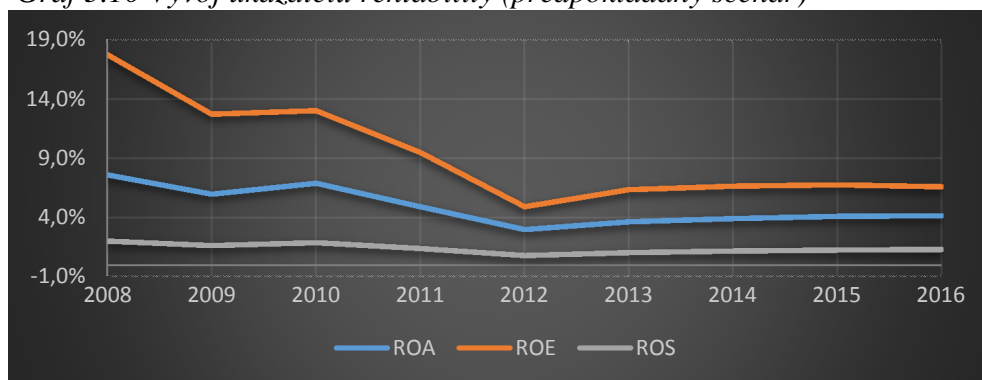
Položka	2012	2013	2014	2015	2016
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>625 624</b>	<b>659 511</b>	<b>680 609</b>	<b>703 499</b>	<b>726 313</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>262 428</b>	<b>283 931</b>	<b>308 425</b>	<b>335 428</b>	<b>364 080</b>
<b>Základní kapitál</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>
<b>Kapitálové fondy</b>	<b>7 991</b>	<b>7 991</b>	<b>7 991</b>	<b>7 991</b>	<b>7 991</b>
<b>Fondy ze zisku</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>
<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>219 004</b>	<b>231 937</b>	<b>253 440</b>	<b>277 934</b>	<b>304 937</b>
<b>Výsledek hospodaření běž. úč. období (+-)</b>	<b>12 933</b>	<b>21 503</b>	<b>24 495</b>	<b>27 003</b>	<b>28 652</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>362 166</b>	<b>374 159</b>	<b>370 221</b>	<b>365 360</b>	<b>358 490</b>
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>16 690</b>	<b>15 394</b>	<b>14 199</b>	<b>13 097</b>	<b>12 080</b>
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>267 157</b>	<b>287 282</b>	<b>292 862</b>	<b>299 031</b>	<b>304 023</b>
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>78 255</b>	<b>71 482</b>	<b>63 159</b>	<b>53 232</b>	<b>42 387</b>
<b>Ostatní Pasiva</b>	<b>1 030</b>	<b>1 422</b>	<b>1 963</b>	<b>2 711</b>	<b>3 743</b>

### 3.5.1 Zhodnocení finančního plánu (pro předpokládaný scénář)

V této kapitole bude provedeno zhodnocení finanční analýzy pro předpokládaný scénář vybranými ukazateli. Období 2013 – 2016 představuje plánovaný vývoj ukazatelů.

Mezi zkoumané **ukazatele rentability** byla zahrnuta hodnota rentability aktiv (ROA), rentability vlastního kapitálu (ROE) a rentabilita tržeb (ROS). ROA poměřuje zisk s celkovými aktivy, které jsou vloženy do podnikání. ROE vyjadřuje celkovou výnosnost vlastního kapitálu a ROS označuje kolik korun čistého zisku, připadá na jednu korunu tržeb.

Graf 3.10 Vývoj ukazatelů rentability (předpokládaný scénář)

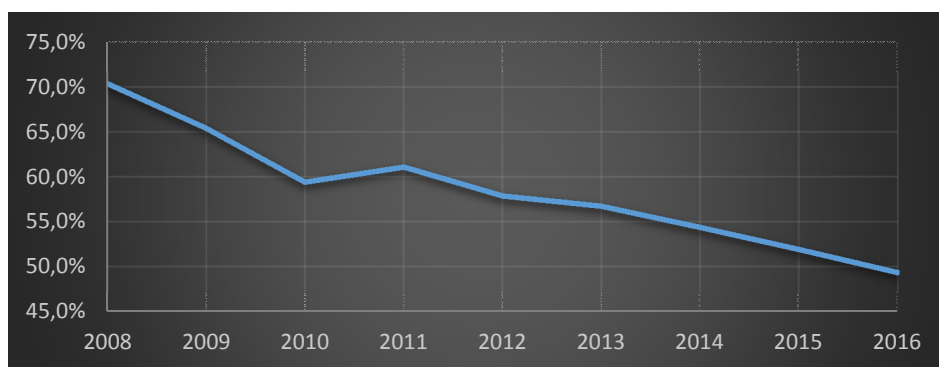


V grafu 3.10 je znázorněný vývoj ukazatelů rentability. Období 2013 – 2016 představuje plánovaný vývoj ukazatelů rentability dle předpokládaného scénáře. Díky oživení prodeje automobilu (přestěhování z provizorního prostoru do nového moderního autosalonu) společnost očekává postupné navyšování zisku, a proto ukazatele rentability mají růstový trend. V prvním plánovaném roce ROE vzroste, díky nárůstu výsledku hospodaření za běžnou činnost. V dalších letech mírně poroste. Podobný vývoj má také ukazatel ROA, protože se celková aktiva v prvním

roce zvýšila jen nepatrně a vzrostl taktéž zisk. Vývoj ukazatele ROS se pohybuje nad 1 % a každoročně si připisuje 0,1 procentní bod, z důvodu růstu tržeb a mírného nárůstu marží.

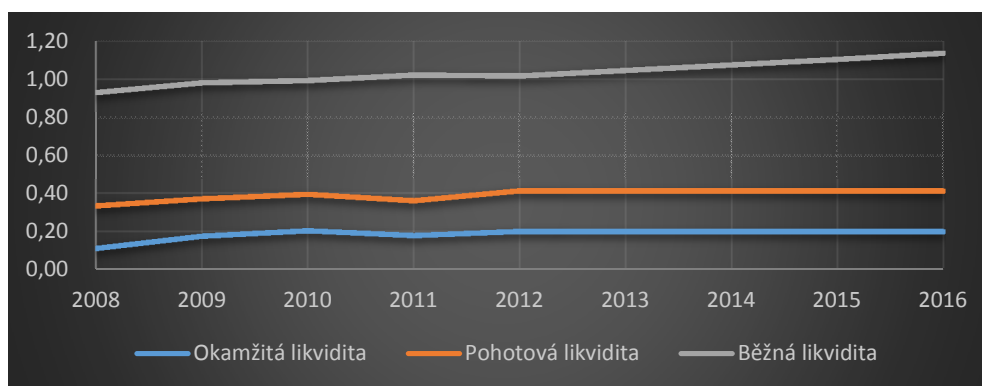
**Z ukazatelů zadluženosti** je vypočtena celková zadluženost (věřitelské riziko), kdy je měřen podíl cizích zdrojů na celkovém kapitálu. Vývoj celkové zadluženosti za historické období 2008 – 2012 postupně klesal, díky snižování cizích zdrojů a nárůstu vlastního kapitálu (hlavně kvůli výsledkům hospodaření minulých let). V nastávajícím období tomu nebude jinak a ukazatel bude nadále klesat. Vývoj ukazatele je graficky znázorněn níže.

*Graf 3.11 Vývoj celkové zadluženosti (předpokládaný scénář)*



**Ukazatelé likvidity** představují zhodnocení platební schopnosti podniku. Okamžitá a pohotová likvidita zůstala v plánovaném období na stejných hodnotách jako v minulém období. Celková (běžná) likvidita, která poměřuje poměr oběžných aktiv s krátkodobými závazky, zaznamenala v plánovaném období nárůst na 1,14 %. Sice tato hodnota nedosahuje doporučených hodnot, ale s porovnáním s odvětvím se pohybuje na jeho úrovni.

*Graf 3.12 Vývoj ukazatelů likvidity (předpokládaný scénář)*

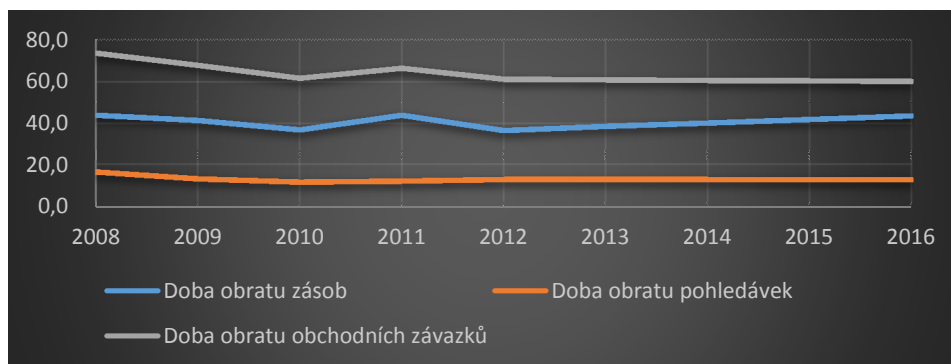


**Ukazatelé aktivity** informují o efektivitě hospodaření společnosti se svými aktivy. Doba obratu zásob v roce 2010 a 2012 klesla, čímž společnost efektivně reagovala na situaci



na trhu (2010 – následky ekonomické recese, 2012 – prodej v provizorních prostorech). V následujícím období se bude doba obratu pohybovat mezi 39 – 43 dny. Doba obratu pohledávek se pohybuje kolem 13 dní a nezaznamenává žádné extrémní výkyvy. Tato hodnota je pro společnost velmi příznivá. Společnost poskytuje tzv. 13denní bezúročný dodavatelský úvěr. Doba úhrady krátkodobých závazků nám říká, za kolik dní v průměru hradíme své závazky, přičemž je dobré, aby hodnota byla vyšší než hodnota doby splatnosti pohledávek. V sledovaném případě je doba obratu závazků v každém sledovaném období větší, než doba obratu pohledávek. Doba obratu obchodních závazků se v plánovaném vývoji pohybuje kolem 60 dní.

*Graf 3.13 Vývoj ukazatelů aktivity (předpokládaný scénář)*



## 4 Stanovení tržní hodnoty vybrané společnosti a zhodnocení výsledků

V této kapitole se zaměříme na ocenění společnosti AUTO Heller s.r.o. vybranou výnosovou metodou k datu ocenění 1. 1. 2013. Pro ocenění bude použita dvoufázová metoda diskontovaných peněžních toků (DCF – entity). Délka první fáze zahrnuje roky 2013 – 2016 a délka druhé fáze bude trvat od roku 2017 do nekonečna. Než se pustíme do samotného oceňování společnosti, je zapotřebí stanovení diskontní míry a volných peněžních toků.

### 4.1 Stanovení diskontní míry

Stanovení diskontní míry je významným krokem před oceněním daného podniku metodou diskontovaných peněžních toků. Za pomoci diskontní míry budou peněžní toky diskontovány, tj. přepočet budoucí hodnoty na současnou hodnotu. Diskontní míra pro metodu diskontovaných peněžních toků (DCF–Entity) je stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Nejprve je důležité vypočítat jednotlivé náklady na vlastní a cizí kapitál.

Pro výpočet **nákladů na vlastní kapitál** je použit model CAPM (capital asset pricing model) s rizikovou prémie země, který je popsán v kapitole (2.7.3). V tabulce 4.1 je zachycen výpočet nákladů vlastního kapitálu. Výsledné hodnoty jsou pro všechny scénáře totožné.

Tabulka 4.1 Výpočet nákladů vlastního kapitálu

$r_f$ (aktuální výnosnost 5letých (pro 1. fázi) a 10letých (pro 2. fázi) vládních dluhopisů USA)	0,53% a 2,29%
Beta nezadlužené pro maloobchod s automobily (Evropa)	0,73
Riziková premie kap. trhu USA (geom. průměr 1928-2012)	4,20%
Rating České republiky	A1
Riziko selhání země (premie USA dluhopisů A1 oproti AAA)	0,90%
Odhad poměru rizikové premie u akcií oproti dluhopisům	1,5
Riziková premie země	1,35%
Riziková premie země opravená o rozdíl v inflaci (0,3%)	1,65%
Riziková přírážka za menší společnost	2,0%
Riziková přírážka za nesplnění plánů	0,9%
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	37,5%
Daňová sazba	19%
<b>Beta zadlužené</b>	<b>0,952</b>
<b>Náklady vlastního kapitálu (pro 1. fázi)</b>	<b>9,1%</b>
<b>Náklady vlastního kapitálu (pro 2. fázi)</b>	<b>10,8%</b>

Bezriziková úroková míra byla stanovena na základě výnosnosti státních amerických dluhopisů s dobou splatnosti 5 let ve výši 0,53 % a s dobou splatnosti 10 let ve výši 2,29 %.<sup>11</sup> Hodnotu koeficientu Beta nezadlužené, jsme získali z veřejné databáze profesora Damodarana. Výše koeficientu v odvětví pro maloobchod s automobily v Evropě činí 0,73.<sup>12</sup> Riziková prémie trhu byla vypočítána pomocí aritmetického průměru mezi rozdíly výnosu akcií a státních dluhopisů na americkém kapitálovém trhu za historické období 1928 – 2012. Riziková prémie kapitálového trhu USA je 4,2 %.<sup>13</sup> Česká republika dosahuje podle agentury Moody's ratingového ohodnocení A1. Riziková prémie ČR s ratingovým označením A1 je podle pana profesora Damodarana ve výši 0,9 %. Tuto hodnotu dále vynásobíme koeficientem 1,5, který odhaduje poměr rizikové premie u akcií oproti dluhopisům. Konečná hodnota rizikové premie ČR byla ještě navýšena o rozdíl v předpokládané inflaci mezi Českou republikou a Spojenými státy. Riziková přírážka za menší společnost a za nesplnění plánu byla odhadnuta ve výši 2,0 % a 0,9 %. Daňová sazba pro právnické osoby je v roce 2012 19 %. Poměr vlastního a cizího kapitálu u oceňované společnosti je 37,5 %. Výpočet  $\beta$  v závislosti na zadlužení je proveden podle vzorce (2.38).

$$B_{\text{zadlužené}} = 0,73 \cdot (1 + 0,375 \cdot (1 - 0,19)) = 0,952$$

Z výše uvedených údajů, jsou náklady vlastního kapitálu pro 2. fázi vypočteny dle vzorce (2.37) a činí 10,8 %. Náklady vlastního kapitálu pro první fázi jsou vypočteny obdobně a činí 9,1 %. Výsledné hodnoty jsou pro všechny scénáře totožné.

$$R_E = (2,29\% + 0,952 \cdot 4,2\% + 1,65\% + 2\% + 0,9\%) = 10,5\%$$

**Náklady cizího kapitálu** jsou stanoveny na základě úročených cizích zdrojů. Vybraná společnost nemá žádné krátkodobé úvěry, pouze dlouhodobé v hodnotě 78 mil. Kč, u kterých úroková míra činí 3,3 %. Dlouhodobé úvěry jsou podle vzorce (2.36) přepočteny na tržní hodnotu.

Stanovení vah vlastního a cizího kapitálu na celkovém kapitálu, je provedeno jako podíl jednotlivých položek na celkovém zpoplatněném kapitálu (tabulka 4.2). Vlastní kapitál má podíl většinový 78 % a podíl cizího kapitálu je tudíž 22 %. Náklady na cizí kapitál jsou ještě

<sup>11</sup>BondsOnline: [online]. [cit. 2014-03-06]. Dostupné z:

[http://www.bondsonline.com/Todays\\_Market/Global\\_Sovereign\\_Bond\\_Yields.php?FA=globalSovereignBondYields\\_single&country=US](http://www.bondsonline.com/Todays_Market/Global_Sovereign_Bond_Yields.php?FA=globalSovereignBondYields_single&country=US)

<sup>12</sup>Damodaran online: Updated data. [online]. [cit. 2014-03-06]. Dostupné z:

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<sup>13</sup>Damodaran online: Updated data. [online]. [cit. 2014-03-06]. Dostupné z:

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

sníženy o 19 % z důvodů, že jsou na rozdíl od nákladů vlastního kapitálu daňově uznatelné. Jejich hodnota tedy činí 3,2 %.

$$CK \text{ v tržním vyjádření} = (78255 \cdot 0,033) \cdot \frac{1 - \frac{1}{(1 + 0,0396)^{10}}}{0,0396} + \frac{78255}{(1 + 0,0396)^{10}} = 74058 \text{ Kč}$$

Kde 0,0396 je výnos dluhopisu se stejným ratingem jako má společnost<sup>14</sup>, splatnost dluhopisu je 10 let.

Tabulka 4.2 Výpočet nákladu kapitálu

#### Váhy položek kapitálu

Položka kapitálu	tis. Kč	Podíl
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>262 428</b>	<b>78 %</b>
Bankovní úvěry dlouhodobé	74 058	22 %
<b>Cizí kapitál celkem</b>	<b>74 058</b>	<b>22 %</b>
<b>Celkový zpoplatněný kapitál</b>	<b>336 486</b>	<b>100,0 %</b>

#### Průměrné vážené náklady kapitálu

	Váha	Náklad pro 1. fázi	Náklad pro 2. fázi	Součin pro 1. fázi	Součin pro 2. fázi
na Vlastní kapitál	78 %	9,1 %	10,80 %	7,1 %	8,4 %
na Cizí kapitál po dani	22 %	3,2 %	3,2 %	0,7 %	0,7 %
<b>Průměrné vážené náklady kapitálu</b>				<b>7,800 %</b>	<b>9,129 %</b>

Výpočet **průměrných vážených nákladů kapitálu** je proveden pro první i druhou fázi dle vzorce (2.35) a výsledná hodnota tedy činí 7,8 % pro první fázi a 9,129 % pro druhou fázi,  $WACC_{\text{pro 2. fázi}} = 0,039 \cdot (1 - 0,19) \cdot (74058 / 336486 / 339278) + 0,108 \cdot (262428 / 336486) = 9,12\%$   
 $WACC_{\text{pro 1. fázi}} = 0,039 \cdot (1 - 0,19) \cdot (74058 / 336486) + 0,091 \cdot (262428 / 336486) = 7,8\%$

#### 4.1.1 Stanovení tržních vah při výpočtu průměrných vážených nákladu kapitálu

Data zjištěná při určování vah nákladu kapitálu považujeme za účetní hodnoty. Nyní je důležité zjistit tržní strukturu kapitálu, kdy dostáváme do poměru úročený cizí kapitál a hodnotu brutto. Struktura cizího kapitálu vychází 28,8 %, což se zřetelně odlišuje od předpokladu 22 %. Toto ocenění není přesné, a tudíž musíme sladit předpokládanou strukturu s výslednou strukturou. Při výpočtu bude využit iterační postup, který je popsán v teoretické části práce.

<sup>14</sup> BondsOnline: [online]. [cit. 2014-03-06]. Dostupné z: [http://finance.yahoo.com/;\\_ylt=A0oG7hLLcs5SEDEAbRZXNyoA](http://finance.yahoo.com/;_ylt=A0oG7hLLcs5SEDEAbRZXNyoA)

Tabulka 4.3 Jednotlivé iterace pro předpokládaný scénář

	Výchozí stav	1. iterace	2. iterace	3. iterace	4. iterace	5. iterace
<b>Podíl CK/K (předpoklad)</b>	22,0%	28,809%	26,839%	27,399%	27,264%	27,296%
<b>Podíl V/K (předpoklad)</b>	78,0%	71,191%	73,161%	72,601%	72,736%	72,704%
<b>WACC pro 1. fázi</b>	7,800%	7,400%	7,500%	7,500%	7,500%	7,500%
<b>WACC pro 2. fázi</b>	9,129%	8,613%	8,762%	8,720%	8,730%	8,728%
<b>Hodnota Brutto</b>	262 688	281 970	276 209	277 574	277 244	277 323
<b>Hodnota CK</b>	75 678	75 678	75 678	75 678	75 678	75 678
<b>Hodnota Netto</b>	187 010	206 292	200 531	201 896	201 566	201 646
<b>Výsledný podíl CK / Hodnota Brutto</b>	28,809%	26,839%	27,399%	27,264%	27,296%	27,289%
<b>Výsledný podíl Hodnota Netto / Hodnota Brutto</b>	71,191%	73,161%	72,601%	72,736%	72,704%	72,711%

Průměrné vážené náklady kapitálu pro předpokládaný scénář jsou z výše uvedené tabulky v hodnotě 7,5 % pro roky 2013 -2016 a 8,728 % pro ocenění druhé fáze společnosti.

Tabulka 4.4 Jednotlivé iterace pro optimistický scénář

	Výchozí stav	1. iterace	2. iterace	3. iterace	4. iterace	5. iterace
<b>Podíl CK/K (předpoklad)</b>	22,0%	19,220%	19,806%	19,647%	19,672%	19,669%
<b>Podíl V/K (předpoklad)</b>	78,0%	80,780%	80,194%	80,353%	80,328%	80,331%
<b>WACC pro 1. fázi</b>	7,800%	8,000%	7,900%	7,900%	7,900%	7,900%
<b>WACC pro 2. fázi</b>	9,129%	9,341%	9,297%	9,308%	9,307%	9,307%
<b>Hodnota Brutto</b>	393 720	382 098	385 180	384 698	384 762	384 758
<b>Hodnota CK</b>	75 678	75 678	75 678	75 678	75 678	75 678
<b>Hodnota Netto</b>	318 042	306 420	309 502	309 020	309 084	309 080
<b>Výsledný podíl CK / Hodnota Brutto</b>	19,220%	19,806%	19,647%	19,672%	19,669%	19,669%
<b>Výsledný podíl Hodnota Netto / Hodnota Brutto</b>	80,780%	80,194%	80,353%	80,328%	80,331%	80,331%

Průměrné vážené náklady kapitálu pro optimistický scénář jsou z výše uvedené tabulky v hodnotě 7,9 % pro roky 2013 -2016 a 9,307 % pro ocenění druhé fáze společnosti.

Tabulka 4.5 Jednotlivé iterace pro pesimistický scénář

	Výchozí stav	1. iterace	2. iterace	3. iterace	4. iterace	5. iterace
<b>Podíl CK/K (předpoklad)</b>	22,0%	36,923%	31,477%	33,943%	32,593%	33,110%
<b>Podíl V/K (předpoklad)</b>	78,0%	63,077%	68,523%	66,057%	67,407%	66,890%
<b>WACC pro 1. fázi</b>	7,800%	6,900%	7,300%	7,100%	7,200%	7,100%
<b>WACC pro 2. fázi</b>	9,129%	7,998%	8,506%	8,222%	8,325%	8,286%
<b>Hodnota Brutto</b>	204 960	240 419	222 958	232 190	228 565	230 355
<b>Hodnota CK</b>	75 678	75 678	75 678	75 678	75 678	75 678
<b>Hodnota Netto</b>	129 282	164 741	147 280	156 512	152 887	154 677
<b>Výsledný podíl CK / Hodnota Brutto</b>	36,923%	31,477%	33,943%	32,593%	33,110%	32,853%
<b>Výsledný podíl Hodnota Netto / Hodnota Brutto</b>	63,077%	68,523%	66,057%	67,407%	66,890%	67,147%

Průměrné vážené náklady kapitálu pro pesimistický scénář jsou z výše uvedené tabulky v hodnotě 7,1 % pro roky 2013 -2016 a 8,268 % pro ocenění druhé fáze společnosti

## 4.2 Stanovení Free Cash Flow to the Firm (FCFF)

Dalším mezi-výpočtem před samotným oceněním je výpočet volných peněžních toků pro vlastníky a věřitelé (dále FCFF). V první řadě si vypočteme velikost investovaného kapitálu a korigovaného provozního výsledku hospodaření a to z údajů dlouhodobého finančního plánu společnosti. Hodnota investovaného kapitálu je vypočtena jako suma dlouhodobého majetku a upraveného pracovního kapitálu. Korigovaný provozní výsledek hospodaření je převzat z finančního plánu a od kterého je dále odečtena daň. Ta je plánovaná ve výši 19 %. Výsledné hodnoty jsou zobrazeny v tabulce uvedené níže.

Tabulka 4.6 Provozně nutný investovaný kapitál a KPVH (předpokládaný scénář)

Položka (tis. Kč, ke konci roku)	Prognóza			
	2013	2014	2015	2016
Dlouhodobý majetek	314 443	319 408	324 379	329 303
Upravený pracovní kapitál	20 363	30 376	41 378	53 244
<b>Investovaný kapitál celkem</b>	<b>334 806</b>	<b>349 784</b>	<b>365 757</b>	<b>382 547</b>
Korigovaný provozní VH	26 241	29 010	31 243	32 565
<b>Korigovaný prov. VH po úpravě dani</b>	<b>21 255</b>	<b>23 498</b>	<b>25 307</b>	<b>26 377</b>

Tabulka 4.7 Provozně nutný investovaný kapitál a KPVH (optimistický a pesimistický scénář)

Položka (tis. Kč, ke konci roku)	Prognóza (optimistický scénář)				Prognóza (pesimistický scénář)			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
Dlouhodobý majetek	314 443	319 408	324 379	329 303	314 443	319 408	324 379	329 303
Upravený pracovní kapitál	21 529	33 177	46 378	61 233	19 763	29 072	39 225	50 323
<b>Investovaný kapitál celkem</b>	<b>335 972</b>	<b>352 585</b>	<b>370 757</b>	<b>390 536</b>	<b>334 206</b>	<b>348 480</b>	<b>363 604</b>	<b>379 626</b>
Korigovaný provozní VH	31 214	36 735	41 523	45 808	23 231	24 803	26 079	26 962
<b>Korigovaný prov. VH po úpravě dani</b>	<b>25 284</b>	<b>29 756</b>	<b>33 634</b>	<b>37 104</b>	<b>18 817</b>	<b>20 090</b>	<b>21 124</b>	<b>21 839</b>

V téhle fázi přejdeme už k samotnému výpočtu volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele. Výpočet se provádí z korigovaného provozního výsledku hospodaření po odečtení daně (KPVH), s úpravou o odpisy, investice do provozně nutného dlouhodobého majetku (PNDM) a pracovního kapitálu (PNPK). Sazba daně pro právnické osoby je stanovena ve výši 19 %. Odpisy jsou převzaty z plánované výsledovky a se změnou rezerv se v následujících letech nepočítá. Investice do dlouhodobého majetku jsou vypočteny jako změna výše provozně nutného DM za daný rok, plus odpisy. Obdobně vypočteme i investice do pracovního kapitálu. Vypočtené investice jsou do tabulky dosazeny s opačným znaménkem. Pro větší přehlednost je vše zachyceno v tabulce 4.8 pro roky 2013 – 2016.

Tabulka 4.8 Výpočet volných peněžních toků (předpokládaný scénář)

Položka (tis. Kč, ke konci roku)	2013	2014	2015	2016
<b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření</b>	<b>26 241</b>	<b>29 010</b>	<b>31 243</b>	<b>32 565</b>
Upravená daň	4 986	5 512	5 936	6 187
<b>Korigovaný provozní VH po dani</b>	<b>21 255</b>	<b>23 498</b>	<b>25 307</b>	<b>26 377</b>
Odpisy	40 954	42 177	44 243	47 088
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	-64	0	0	0
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-44 593	-47 142	-49 214	-52 012
Investice do provozně nutného prac. kapitálu	-11 646	-10 012	-11 003	-11 866
<b>FCFF</b>	<b>5 906</b>	<b>8 521</b>	<b>9 333</b>	<b>9 588</b>

Tabulka 4.9 Výpočet volných peněžních toků (optimistický a pesimistický scénář)

Položka (tis. Kč, ke konci roku)	Optimistický scénář				Pesimistický scénář			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
<b>KPVH</b>	<b>31 214</b>	<b>36 735</b>	<b>41 523</b>	<b>45 808</b>	<b>23 231</b>	<b>24 803</b>	<b>26 079</b>	<b>26 962</b>
Upravená daň	5 931	6 980	7 889	8 704	4 414	4 713	4 955	5 123
<b>KPVH po dani</b>	<b>25 284</b>	<b>29 756</b>	<b>33 634</b>	<b>37 104</b>	<b>18 817</b>	<b>20 090</b>	<b>21 124</b>	<b>21 839</b>
Odpisy	40 954	42 177	44 243	47 088	40 954	42 177	44 243	47 088
Změna rezerv	-64	0	0	0	-64	0	0	0
Investice do PNDM	-44 593	-47 142	-49 214	-52 012	-44 593	-47 142	-49 214	-52 012
Investice do PNPK	-12 812	-11 648	-13 201	-14 855	-11 046	-9 309	-10 153	-11 098
<b>FCFF</b>	<b>8 769</b>	<b>13 143</b>	<b>15 462</b>	<b>17 325</b>	<b>4 068</b>	<b>5 816</b>	<b>6 000</b>	<b>5 816</b>

### 4.3 Stanovení hodnoty společnosti metodou DCF – Entity

Pro ocenění bude použita dvoufázová metoda diskontovaných peněžních toků (DCF – entity). Délka první fáze zahrnuje roky 2013 – 2016 a délka druhé fáze bude trvat od roku 2017 do nekonečna.

Hodnota společnosti (předpokládaný scénář) v první fázi je dána součtem diskontovaných volných peněžních toků za jednotlivé roky. Jak vyplývá z níže uvedené tabulky 4.10, je hodnota společnosti v první fázi 27 560 tis. Kč.

Tabulka 4.10 Hodnota první fáze (předpokládaný scénář)

Položka (tis. Kč, ke konci roku)	2013	2014	2015	2016
<b>FCFF</b>	<b>5 906</b>	<b>8 521</b>	<b>9 333</b>	<b>9 588</b>
Odúročitel pro diskontní míru: <b>7,500 %</b>	0,9302	0,8653	0,8050	0,7488
<b>Diskontované FCFF</b>	<b>5 494</b>	<b>7 373</b>	<b>7 513</b>	<b>7 179</b>
<b>Současná hodnota 1. fáze k 1. 1. 2013</b>	<b>27 560 tis. Kč</b>			

Základem při výpočtu druhé fáze, je dopočet několika parametrů. Tempo růstu ve druhé fázi bylo stanoveno na předpokládaném vývoji trhu s automobily, vývoji HDP a tržní pozice společnosti na trhu. Jak vyplývá ze strategické analýzy, tempo růstu bude na úrovni 2,11 %. Porostou-li hodnotové veličiny společnosti ve druhé fázi rychlostí 2,11% ročně, můžeme míru investic netto dopočítat jako podíl investic netto a KPVH, dle vzorce (2.31). Rentabilita investic netto se pak určí, jako podíl tempa růstu a míry investic, což je 7 %. Pokračující hodnota byla vypočtena podle parametrického vzorce (2.30). Na základě výše uvedených výpočtů činí hodnota společnosti v druhé fázi dle vzorce (2.29) 213 434 tis. Kč. Výsledné hodnoty jsou zachyceny v tabulce 4.11.



$$Míra investic netto = \frac{382547 \cdot 1,0211 - 382547}{26377 \cdot 1,0211} = 30 \%$$

$$PH = \frac{26377 \cdot (1 + 0,0211) \cdot (1 - 0,07)}{0,0873 - 0,0211} = 285\,035 \text{ tis. Kč}$$

$$Současná hodnota 2. fáze = 285035 \cdot 0,7488 = 213\,434 \text{ tis. Kč}$$

Tabulka 4.11 výpočet pokračující hodnoty (předpokládaný scénář)

Tempo růstu	2,1%
Míra investic netto do DM a PK	30,0%
Rentabilita investic netto	7,0%
Parametrický vzorec	285 035 tis. Kč
<b>Současná hodnota 2. fáze k 1. 1. 2013</b>	<b>213 434 tis. Kč</b>

Výsledné hodnoty ocenění společnosti AUTO Heller s. r. o. nalezneme v tabulce 4.12. K současné hodnotě první a druhé fáze je ještě přičten provozně nepotřebný finanční majetek (peněžní prostředky nad požadovanou likviditu) a dlouhodobý finanční majetek (100% obchodní podíl ve společnosti TEX Areál s.r.o.) Provozní hodnota brutto pro předpokládaný scénář vypočtena dvoufázovou metodou DCF - Entity k 1. 1. 2013 činí **277 323 tis. Kč**.

Tabulka 4.12 Celková hodnota společnosti AUTO Heller (předpokládaný scénář)

Současná hodnota 1. fáze	27 560 tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	213 434 tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	36 330 tis. Kč
<b>Provozní hodnota brutto podle DCF – Entity k 1. 1. 2013</b>	<b>277 323 tis. Kč</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	75 678 tis. Kč
<b>Provozní hodnota netto</b>	<b>201 646 tis. Kč</b>

Celková hodnoty společnosti AUTO Heller s.r.o. pro optimistický a pesimistický scénář je vypočtena na stejném principu jako předpokládaný scénář. Provozní hodnota brutto je vypočtena dvoufázovou metodou DCF - Entity k 1. 1. 2013 a činí 384 758 tis. Kč pro optimistický scénář a 230 355 tis. Kč pro pesimistický scénář. Konkrétní hodnoty pro oba scénáře jsou zachyceny v tabulce níže.

Tabulka 4.13 Stanovení hodnoty společnosti AUTO Heller (optimistky a pesimistický scénář)

	Optimistický scénář	pesimistický scénář
Tempo růstu	2,1%	2,1%
Míra investic netto do DM a PK	21,75%	35,92%
Rentabilita investic netto	9,70%	5,87%
Parametrický vzorec	411 955	231 368
Současná hodnota 1. fáze	44 506	18 174
Současná hodnota 2. fáze	303 923	175 851
Neprovozní majetek k datu ocenění	36 330	36 330
<b>Provozní hodnota brutto podle DCF – Entity k 1. 1. 2013</b>	<b>384 758</b>	<b>230 355</b>
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	75 678	75 678
Provozní hodnota netto	309 080	154 677

#### 4.4 Výsledná interpretace

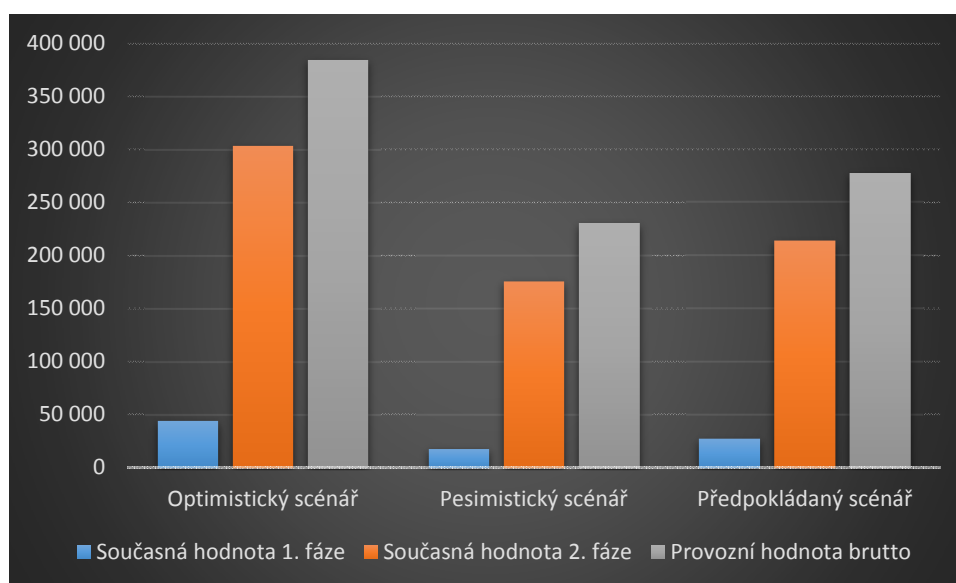
Ocenění společnosti k 1. 1. 2013 bylo provedeno pomocí vybrané výnosové metody, kdy byla zjištěna hodnota celkového kapitálu společnosti. Konkrétně byla použita metoda DCF – Entity.

Na základě předpokládaného scénáře je hodnota společnosti stanovena ve výši 277 323 tis. Kč. Pro optimistický scénář je hodnota stanovena ve výši 384 758 tis. Kč a pro pesimistický scénář dosahuje hodnota společnosti 230 355 tis. Kč. Výsledné hodnoty jsou zachyceny v následující tabulce a pro lepší přehlednost i v grafu.

Tabulka 4.14 Výsledné hodnoty pro všechny scénáře (v tis. Kč)

	Optimistický scénář	Pesimistický scénář	Předpokládaný scénář
Parametrický vzorec	411 955	231 368	285 035
Současná hodnota 1. fáze	44 506	18 174	27 560
Současná hodnota 2. fáze	303 923	175 851	213 434
Neprovozní majetek	36 330	36 330	36 330
Provozní hodnota brutto	384 758	230 355	277 323
Úročený cizí kapitál	75 678	75 678	75 678
Provozní hodnota netto	309 080	154 677	201 646

*Graf 4.1 Výsledné hodnoty pro všechny scénáře (v tis. Kč)*



Účetní hodnota aktiv, která je převzata z účetního výkazu (Rozvahy) dosahuje k 31. 12. 2012 hodnoty 625 624 tis. Kč. Tržní hodnota ve všech třech případech je menší než účetní hodnota aktiv. Společnost lze v tomto případě označit jako podhodnocenou. Účetní metoda vychází z historických dat a patří k nejméně přesné, tím je i její vypovídající schopnost značně snížena oproti výnosové metodě. S tímto faktem souvisí i pokles ziskovosti, který je podstatně nižší než v předcházejících letech. Tržby sice měly tendenci růstu, ale růstu zisku to nepřinášelo. Hlavním důvodem jsou neustále rostoucí náklady a pokles obchodní marže, která v roce 2012 razantně poklesla, díky nové silné konkurenci z východu.

## 4.5 Citlivostní analýza

V závěru praktické části je provedena citlivostní analýza na vybrané parametry. Citlivostní analýzu je vhodné provést, jelikož při oceňování metoda DCF vychází z dlouhodobého finančního plánu, který je sestaven v současnosti na následující čtyři roky. Z toho plyne riziko, že plánovaný vývoj se bude lišit od skutečného. Vybranými vstupními parametry jsou náklady na volné peněžní toky, náklady kapitálu pro druhou fázi, tempo růstu a změna sazby daně z příjmu právnických osob. Změny vstupních parametrů jsou provedeny v hodnotách ( $\alpha$ )  $\pm 1\%$ ,  $\pm 3\%$ ,  $\pm 5\%$  vůči původnímu, za jinak nezměněných skutečností. Citlivostní analýza je provedena pro předpokládaný scénář.

Prvním zvoleným vstupním parametrem je sazba daně z příjmu právnických osob. V tabulce 4.15 je zachycena provozní hodnota brutto společnosti, včetně změny a odchylky vyvolané změnou.

Tabulka 4.15 Analýza citlivosti na změnu daně (v tis. Kč)

Změna sazby daně právnických osob	Hodnota podniku včetně změny	Odchylka vyvolaná změnou
21%	275 343	-1 980
20%	276 333	-990
19%	277 323	0
18%	278 314	991
17%	279 304	1 981

Z tabulky je patrné, že roste-li sazba daně, tak hodnota podniku klesá a opačně. Dojde-li ke zvýšení sazby na 20 %, hodnota podniku se sníží o 990 tis. Kč. Bude-li sazba daně naopak menší a dosáhne 18 %, dojde ke zvýšení hodnoty podniku o 991 tis. Kč. V následujících letech může dojít ke změně sazby daně od plánované a tím se pak změní i hodnota podniku. Takže je hodnota podniku stanovena v intervalovém rozmezí 275 343 tis. Kč až 279 304 tis. Kč.

Dalším vstupním parametrem jsou volné peněžní toky, které společnost generuje. FCFF jsou vypočteny součtem korigovaného provozního výsledku hospodaření po dani a odpisů, od kterých jsou následně odečteny investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu. Následně budou zjišťovány změny hodnoty podniku při změnách parametru korigovaného VH a investic do DM a pracovního kapitálu.

V tabulce 4.16 jsou uvedeny hodnoty podniku včetně změn a také odchylky vyvolané změnou parametru, který je v tomto případě korigovaný provozní výsledek hospodaření. Z tabulky je zřejmé, že při poklesu provozního VH, poklesne také výsledná hodnota podniku a naopak při růstu provozního VH dochází také k růstu výsledné hodnoty podniku. Změna provozního výsledku hospodaření o -1 % se projeví poklesem na výsledné hodnotě podniku o 802 tis. Kč. Další konkrétní hodnoty vyvolané změnou parametru jsou zachyceny v tabulce níže.

Tabulka 4.16 Analýza citlivosti na změny korigovaného VH (v tis. Kč)

Změna korigovaného provozního výsledku hospodaření	Hodnota podniku včetně změny	Odchylka vyvolaná změnou
5%	281 335	4 012
3%	279 730	2 407
1%	278 126	803
0%	277 323	0
-1%	276 521	-802
-3%	274 917	-2 406
-5%	273 312	-4 011

Při růstu investic do provozně nutného dlouhodobého majetku, bude docházet ke snižování hodnoty podniku. Je to přímým opakem jako u provozního VH. Je to způsobeno tím, že růst investic do DM snižuje sumu FCFF. Výsledná hodnota společnosti se v závislosti na změně investic do DM pohybuje od 269 282 tis. Kč do 285 365 tis. Kč. Přičemž původní hodnota činí 277 323 tis. Kč. Detailnější hodnoty jsou uvedeny v tabulce 4.17.

*Tabulka 4.17 Analýza citlivosti na změně investic do DM (v tis. Kč)*

<b>Změna investic do DM</b>	<b>Hodnota podniku včetně změny</b>	<b>Odchylka vyvolaná změnou</b>
5%	269 282	-8 041
3%	272 498	-4 825
1%	275 715	-1 608
0%	277 323	0
-1%	278 932	1 609
-3%	282 149	4 826
-5%	285 365	8 042

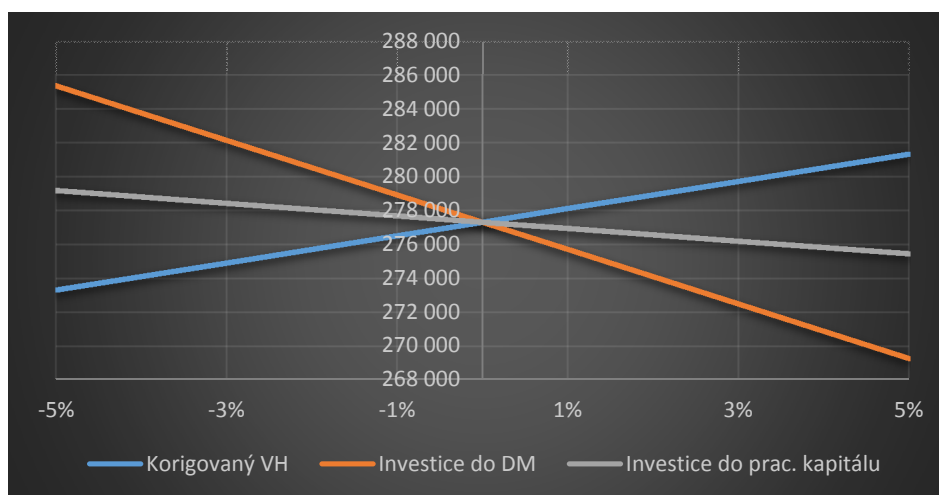
Z tabulky 4.18 je zřejmé, že při růstu investic do pracovního kapitálu dochází k poklesu hodnoty podniku a naopak. Při změně ČPK o 5 %, klesne hodnota podniku o 1 861 tis. Kč.

*Tabulka 4.18 Analýza citlivosti na změně investic do pracovního kapitálu (v tis. Kč)*

<b>Změna investice do pracovního kapitálu</b>	<b>Hodnota podniku včetně změny</b>	<b>Odchylka vyvolaná změnou</b>
5%	275 462	-1 861
3%	276 206	-1 117
1%	276 951	-372
0%	277 323	0
-1%	277 696	373
-3%	278 441	1 118
-5%	279 185	1 862

Údaje o hodnotě podniku při změnách peněžních toků jsou souhrnně znázorněny v grafu 4.2. Dle tohoto grafu je patrné, že hodnota podniku nejvíce reaguje na změnu investic do dlouhodobého majetku. Při růstu investic do DM o 5 % klesne hodnota podniku na 269 282 tis. Kč, což je oproti původní hodnotě pokles o 8 041 tis. Kč. A naopak při poklesu investic do DM dochází k růstu hodnoty podniku. Nejméně citlivá je hodnota podniku na změnu pracovního kapitálu. Výsledná hodnota podniku se tak pohybuje v rozmezí 275 - 279 mil. Kč.

Graf 4.2 Výsledná hodnota brutto podniku při změnách peněžních toků (v tis. Kč)



Dalším faktorem je změna nákladu kapitálu pro druhou fázi. Jak je vidět z tabulky 4.19, odchylka od původní hodnoty vyvolaná touto změnou je velmi výrazná. Při změně o 5 % klesne hodnota podniku o 13,2 mil. Kč.

Tabulka 4.19 Analýza citlivosti na změně WACC pro druhou fázi (v tis. Kč)

Změna WACC pro druhou fázi	Hodnota podniku včetně změny	Odchylka vyvolaná změnou
5%	264 120	-13 203
3%	269 200	-8 123
1%	274 545	-2 778
0%	277 323	0
-1%	280 176	2 853
-3%	286 116	8 793
-5%	292 391	15 068

Z tabulky 4.20 je na první pohled jasné, že změna tempa růstu nijak výrazně neovlivní hodnotu zkoumané společnosti. Odchylky vyvolané změnou tempa růstu o  $\pm 5\%$  se pohybují do  $\pm$  jednoho miliónu korun.

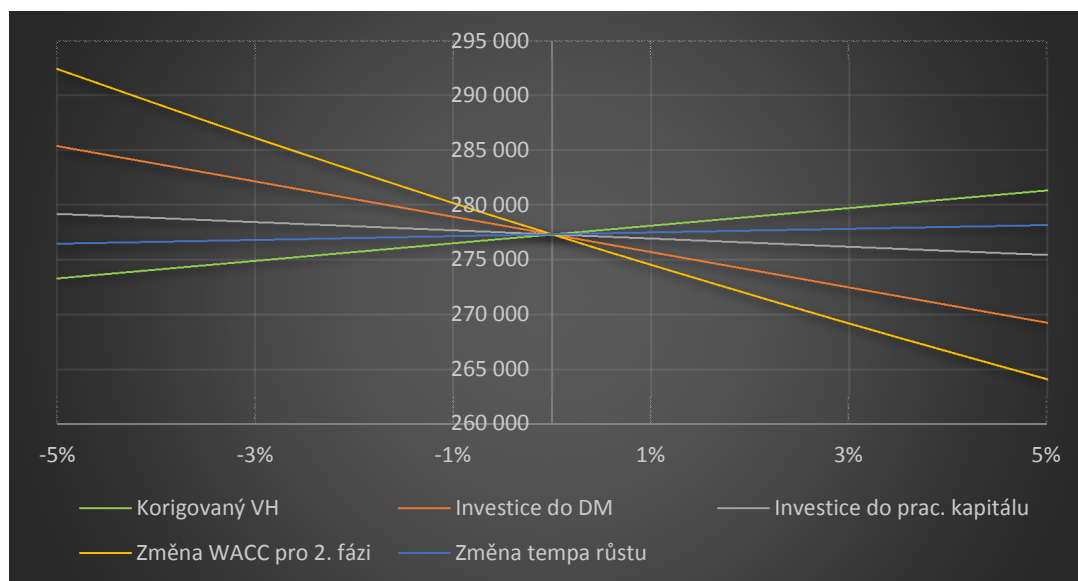
Tabulka 4.20 Analýza citlivosti na změnu tempa růstu (v tis. Kč)

Změna WACC pro druhou fázi	Hodnota podniku včetně změny	Odchylka vyvolaná změnou
5%	278 159	836
3%	277 828	505
1%	277 493	170
0%	277 323	0
-1%	277 153	-170

-3%	276 809	-514
-5%	276 461	-862

Z výsledků citlivostní analýzy je možné vytyčit interval, ve kterém by se výsledná hodnota podniku měla nacházet, při změnách zkoumaných parametrů. Interval znázorňuje změny parametrů až o pět procent. Při maximálních zkoumaných změnách sazeb daně z příjmu právnických osob, se hodnota podniku pohybuje od 275 343 do 279 304 tis. Kč, přičemž původní hodnota činí 277 323 tis. Kč. Bude-li docházet ke změně některého z parametru peněžních toků, bude se hodnota podniku pohybovat v rozmezí 269 282 tis. Kč až 285 365 tis. Kč. Nejcitlivější je hodnota podniku na změnu nákladu kapitálu pro druhou fázi. Při maximálních zkoumaných změnách ( $\pm 5\%$ ), se bude hodnota podniku pohybovat v intervalu 264 -292 mil. Kč. Na změnu tempa růstu je hodnota podniku nejméně citlivá. Následující graf souhrnně znázorňuje hodnotu podniku vyvolané danou změnou.

*Graf 4.3 Výsledná hodnota brutto podniku při daných změnách (v tis. Kč)*



## 5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovení tržní hodnoty společnosti AUTO Heller s. r. o. k 1. 1. 2013 použitím vybrané výnosové metody. Ocenění bylo provedeno pro účely pojištění podniku a to na základě dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků DCF-Entity pro vlastníky a věřitele.

Diplomová práce byla rozdělena do tří hlavních kapitol, přičemž první kapitola byla teoretická část, která se zabývá popisem pojmů, jako je podnik či kategorie hodnoty, postupem při ocenění a popisem metod oceňování se zaměřením na výnosovou metodu diskontovaných peněžních toků.

V druhé části byla představena analyzovaná společnost AUTO Heller s. r. o., její historie, konkurenční prostředí, organizační struktura a analýza prodeje. Pro následující kroky při oceňování posloužily jako vstupní údaje účetní výkazy převzaté z výročních zpráv společnosti. V praktické části obsahoval další krok vyhotovení strategické analýzy společnosti, která zahrnovala analýzu makroprostředí i mikroprostředí, včetně prognózy tržeb na následující roky. Prognóza tržeb byla provedena pomocí regresní analýzy na základě údajů prodeje automobilů v ČR a průměrné hrubé mzdy. Byly vytvořeny tři možné scénáře vývoje proměnných hodnot - pesimistický, předpokládaný a optimistický. Pesimistický a optimistický scénář znázorňují kvantily budoucího vývoje tržeb ve výši 5 %, respektive 95 %. Tyto kvantily současně vymezují meze, ve kterých by se tržby společnosti měly pohybovat. Strategická analýza byla završena SWOT analýzou, která souhrnně vymezila jak silné a slabé stránky, tak i nastávající příležitosti a hrozby. Navazující finanční analýza za období 2008 – 2012 měla posloužit jako nástroj k rozboru finanční situace společnosti. V rámci této analýzy byl použit rozbor poměrových ukazatelů, jehož součástí byl pyramidový rozklad ukazatele rentability vlastního kapitálu a index IN05. S využitím předchozích analýz byl sestaven finanční plán rozvahy a výkazu zisku a ztráty pro všechny tři scénáře. Ty se nadále staly podkladem pro závěrečnou část diplomové práce a to ocenění podniku.

V závěrečné části práce ještě před samotným oceněním společnosti musely být spočteny průměrné vážené náklady kapitálu (WACC). Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál byl použit model CAPM s rizikovou prémii země a náklady cizího kapitálu byly stanoveny na základě úročených cizích zdrojů. Dále se musely stanovit volné peněžní toky z vypracovaného finančního plánu. Následně byla vypočtena hodnota společnosti pomocí dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků pro vlastníky a věřitele. První fáze zahrnovala roky 2013 až 2016 a druhá fáze navazovala rokem 2017 s předpokládaným trváním do nekonečna. Výsledná



hodnota společnosti byla stanovena na základě tří hodnot, dle tří scénářů možného vývoje tržeb. Na závěr byla provedena citlivostní analýza na vybrané parametry, kterými byla sazba daně z příjmu právnických osob, položky ovlivňující volné peněžní toky, náklady kapitálu pro druhou fázi a tempo růstu. Výsledkem byl interval, ve kterém by se měla hodnota podniku pohybovat při změně daného parametru.

U společnosti AUTO Heller převládají silné stránky, je hlavním autorizovaným prodejcem značky Volkswagen v Moravskoslezském kraji a dále autorizovaný prodejce nových vozů Škoda, Audi a SEAT.

Z výsledků strategické analýzy bylo zjištěno, že tržby za sledované období rostly, kromě roku 2012, kdy tržby podniku klesly. Tento pokles byl způsoben výstavbou nového autosalonu a přesunutím prodeje do provizorních prostorů. Během této doby byl zaznamenán pokles prodaných automobilů, což mělo za následek již zmíněný pokles tržeb. V následujících letech se opět počítá s růstem prodeje osobních automobilů a tím i tržeb. Zisk společnosti je sice nižší než v přecházejících letech, což je způsobeno poklesem obchodních marží. Oceňovaný podnik za sledované období vytvářel vždy kladný výsledek hospodaření. Lze tedy konstatovat, že společnost nemá výraznější finanční problémy a je konkurenceschopná.

K 1. 1. 2013 byla vyčíslena tržní hodnota společnosti AUTO Heller s. r. o. dle předpokládaného scénáře ve výši **292 440 tis. Kč**. Pro optimistický scénář je hodnota stanovena ve výši **384 758 tis. Kč** a pro pesimistický scénář dosahuje hodnota společnosti **230 355 tis. Kč**.

## Seznam použité literatury

### Odborné knihy

- [1] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, 2006. ISBN 978-04-71751-21-2.
- [2] DEDOUCHOVÁ, M. *Strategie podniku*. 1. vyd. Praha: C. H. BECK, 2001. 256s. ISBN 80-7179-603-4.
- [3] DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.
- [4] DLUHOŠOVÁ, D. a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [5] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. BECK, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [6] MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [7] MAŘÍK, M. *Oceňování podniků*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1996. 112 s. ISBN 901991-1-9.
- [8] MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-80-4.
- [9] VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
- [10] ZMEŠKAL, Z. *Finanční modely*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2004. 236 s. ISBN 80-8611987-4.

### Elektronická publikace

- [11] AUTO HELLER. *O společnosti* [online]. [cit. 15. 2. 2014]. Dostupné z: <http://www.autoheller.cz/o-spolecnosti/profil>
- [12] BONDSONLINE. *Výnos státních amerických dluhopisu* [online]. [cit. 9. 2. 2014]. Dostupné z: [http://www.bondsonline.com/Todays\\_Market/Global\\_Sovereign\\_Bond\\_Yields.php?FA=globalSovereignBondYields\\_single&country=US](http://www.bondsonline.com/Todays_Market/Global_Sovereign_Bond_Yields.php?FA=globalSovereignBondYields_single&country=US)
- [13] ČEKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Časové řady* [online]. Praha 2014 [cit. 15. 2. 2014]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/casove\\_rady](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/casove_rady)

- [14] DAMODARAN ONILNE. *Update data* [online]. [cit. 9. 2. 2014]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [15] JUSTICE. *Výroční zpráva* [online]. 2008 – 2012 [cit. 15. 12. 2013]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl?subjektId=isror%3a50892&klic=2byo56>
- [16] MINISTERSVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Makroekonomická predikce* [online]. MF ČR [cit. 9. 3. 2014]. Dostupné z: [http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Makro-ekonomicka-predikce\\_2013-Q2\\_Tabulky-a-grafy.pdf](http://www.mfcr.cz/assets/cs/media/Makro-ekonomicka-predikce_2013-Q2_Tabulky-a-grafy.pdf)
- [17] SVAZ DOVAZCŮ AUTOMOBILU. *Statistiky registrace automobilů v ČR* [online]. [cit. 9. 2. 2014]. Dostupné z: <http://portal.sda-cia.cz/>

## Seznam zkratek

A	aktiva
APV	upravená současná hodnota
Apod.	a podobně
BÚ	banková úvěr
C	celkový kapitál
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CF	cash flow
CZ	cizí zdroje
CZ-NACE	klasifikace ekonomických činností
č.	číslo
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
D	úročený cizí kapitál
DCF	diskontované peněžní toky
DDM	dividendový diskontní model
DFM	dlouhodobý finanční majetek
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DM	dlouhodobý majetek
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
EAT	čistý zisk
EBIT	zisk před zdaněním a nákladovými úroky
EBT	zisk před zdaněním
EU	Evropská unie
FCF	volné peněžní toky
FCFD	volné peněžní toky pro věřitele
FCFE	volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF	volné peněžní toky pro věřitele i vlastníky
g	tempo růstu
HDP	hrubý domácí produkt
i	úroková míra
INV	investice
Kč	koruna česká

KPVH	korigovaný provozní výsledek hospodaření po odečtení daní
KZ	krátkodobé závazky
mil.	milión
mil.	miliarda
n	počet kroků
např.	například
NOPAT	čistý operativní zisk po zdanění
OA	oběžná aktiva
OBL	obligace
ODP	odpisy
P	pasiva
PH	pokračující hodnota
R <sub>1</sub>	náklady kapitálu v první fázi
R <sub>2</sub>	náklady kapitálu v druhé fázi
R <sub>D</sub>	náklady na cizí kapitál
R <sub>E</sub>	náklady na vlastní kapitál
R <sub>F</sub>	bezriziková úroková míra
ROA	rentabilita aktiv
ROCE	rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
RPT	riziková prémie kapitálového trhu
RPZ	riziková prémie země
$\sigma$	směrodatná odchylka
$\sigma^2$	rozptyl
S	saldo úvěru
S <sub>0</sub>	výchozí hodnota
sd	sazba daně
s.r.o.	společnost s ručením omezeným
t	časové období
T	tržby
tis.	tisíc
tj.	to je

TS	daňový štít
tzn.	to znamená
$\mu$	je střední hodnota
Ú	úroky
Ut	hodnota ukazatele v běžném roce
Ut-1	hodnota ukazatele v přechozím roce
Ui	hodnota dílčích ukazatelů
UZ	úplné zdroje
V	hodnota podniku
V1	hodnota podniku pro první fázi
V2	hodnota podniku pro druhou fázi
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
WACC	náklady na celkový kapitál
ZC	zůstatková cena
$\Phi^{-1}(y)$	kvantil

## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 13.04.2014

Jan Pastuska  
.....  
jméno a příjmení studenta

## **Seznam příloh**

<b>Příloha č. 1</b>	Rozvaha společnosti AUTO Heller s. r. o. z let 2008 – 2012
<b>Příloha č. 2</b>	Výkaz zisků a ztráty společnosti AUTO Heller s. r. o. z let 2008 – 2012
<b>Příloha č. 3</b>	Plánovaný finanční plán společnosti pro optimistický a pesimistický scénář 2013 - 2016



**Příloha č. 1**

Rozvaha z let 2008 – 2012 (tis. Kč)

	<b>Položka</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>616 851</b>	<b>596 768</b>	<b>585 344</b>	<b>652 420</b>	<b>625 624</b>
<b>B.</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>295 726</b>	<b>285 647</b>	<b>301 319</b>	<b>313 979</b>	<b>346 804</b>
<b>B.I.</b>	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>2 257</b>	<b>1 461</b>	<b>960</b>	<b>313</b>	<b>212</b>
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>293 469</b>	<b>284 186</b>	<b>300 359</b>	<b>277 666</b>	<b>310 592</b>
B.II.1.	Pozemky	28 832	28 842	31 305	31 305	31 390
B.II.2.	Stavby	156 982	156 566	151 924	148 026	177 072
B.II.3.	Samostatné movité věci	101 020	95 499	114 619	93 606	100 829
<b>B.III.</b>	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>36 000</b>	<b>36 000</b>
B.III.1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	0	0	36 000	36 000
B.III.5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
<b>C.</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>301 411</b>	<b>294 411</b>	<b>274 056</b>	<b>319 747</b>	<b>271 983</b>
<b>C.I.</b>	<b>Zásoby</b>	<b>193 128</b>	<b>183 094</b>	<b>165 257</b>	<b>206 682</b>	<b>160 076</b>
C.I.1.	Materiál	7	0	411	0	0
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	3 877	1 544	3 024	1 835	2 458
C.I.5.	Zboží	189 244	181 550	161 822	204 847	157 618
<b>C.II.</b>	<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>C.III.</b>	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>72 364</b>	<b>58 479</b>	<b>52 284</b>	<b>56 911</b>	<b>56 560</b>
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	61 152	46 785	35 881	46 767	46 604
C.III.2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	1200
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	7 152	5 434	6 749	5 738	1 340
C.III.7.	Ostatní poskytnuté zálohy	762	977	1 809	2 764	698
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	2 801	4 381	6 905	392	5845
C.III.9.	Jiné pohledávky	497	902	940	1 250	873
<b>C.IV.</b>	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>35 919</b>	<b>52 838</b>	<b>56 515</b>	<b>56 154</b>	<b>53 761</b>
C.IV.1+2.	Peníze a účty v bankách	35 919	52 838	56 515	56 154	53 761
C.IV.3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
<b>D.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>19 714</b>	<b>16 710</b>	<b>9 969</b>	<b>18 694</b>	<b>6 837</b>

	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>616 851</b>	<b>596 768</b>	<b>585 344</b>	<b>652 420</b>	<b>625 624</b>
<b>A.</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>180 667</b>	<b>205 359</b>	<b>233 503</b>	<b>252 495</b>	<b>262 428</b>
<b>A.I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>
<b>A.II.</b>	<b>Kapitálové fondy</b>	<b>7 672</b>	<b>7 991</b>	<b>7 991</b>	<b>7 991</b>	<b>7 991</b>
<b>A.III.</b>	<b>Fondy ze zisku</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>
A.II.1.	Zákonný rezervní fond	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
A.III.2.	Statutární a ostatní fondy	500	500	500	500	500
<b>A.IV.</b>	<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>118 428</b>	<b>149 295</b>	<b>172 568</b>	<b>198 012</b>	<b>219 004</b>
<b>A.V.</b>	<b>Výsledek hospodaření běž. úč. období (+/-)</b>	<b>32 067</b>	<b>25 573</b>	<b>30 444</b>	<b>23 992</b>	<b>12 933</b>
<b>B.</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>434 139</b>	<b>390 482</b>	<b>347 956</b>	<b>398 589</b>	<b>362 166</b>
<b>B.I.</b>	<b>Rezervy</b>	<b>8 308</b>	<b>7 069</b>	<b>5 356</b>	<b>4 997</b>	<b>64</b>
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>25 840</b>	<b>20 187</b>	<b>18 437</b>	<b>12 869</b>	<b>16 690</b>
B.II.9.	Jiné závazky	19 457	13 144	8 419	3 057	7 561
B.II.10.	Odložený daňový závazek	6 383	7 043	10 018	9 812	9 129
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>323 446</b>	<b>299 541</b>	<b>275 538</b>	<b>312 408</b>	<b>267 157</b>
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	257 919	242 390	222 428	256 878	214 093
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	244	252	218	254	121
B.III.6.	Závazky ze sociál. zabezpečení a zdrav. poj.	2 497	2 783	2 773	2 709	2 516
B.III.7.	Stát - daňové závazky a dotace	3 959	7 328	3 837	3 115	3 450

B.III.8.	Přijaté zálohy	10 103	15 246	18 778	12 571	12 289
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	11 624	791	874	1 246	637
B.III.7.	Jiné závazky	37 100	30 751	26 630	35 635	34 051
<b>B.IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>76 545</b>	<b>63 685</b>	<b>48 625</b>	<b>68 315</b>	<b>78 255</b>
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	76 545	63 685	48 625	68 315	78 255
B.IV.2.	Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
<b>C.</b>	<b>Ostatní Pasiva</b>	<b>2 045</b>	<b>927</b>	<b>3 885</b>	<b>1 336</b>	<b>1 030</b>

**Příloha č. 2**

Výkaz zisku a ztráty z let 2008 – 2012 (tis. Kč)

<b>Položka</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Tržby za prodej zboží	1 324 959	1 311 885	1 322 830	1 413 269	1 299 390
Náklady vynaložené na prodané zboží	1 285 562	1 272 015	1 286 163	1 379 188	1 280 368
<b>Obchodní marže</b>	<b>39 397</b>	<b>39 870</b>	<b>36 667</b>	<b>34 081</b>	<b>19 022</b>
<b>Výkony</b>	<b>256 964</b>	<b>274 231</b>	<b>286 661</b>	<b>279 613</b>	<b>272 586</b>
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	256 262	275 979	283 890	280 167	271 253
Změna stavu zásob vlastní výroby	116	-2 332	1 480	-1 189	624
Aktivace	586	584	1 291	635	709
Výkonová spotřeba	185 242	196 013	201 281	207 870	194 147
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>111 119</b>	<b>118 088</b>	<b>122 047</b>	<b>105 824</b>	<b>97 461</b>
Osobní náklady	99964	103 823	107 674	108 149	101 817
Mzdové náklady	72533	76 330	79 323	78 187	74 314
Náklady na sociál. zab. a zdrav. poj.	25826	26 109	26 604	28 125	26 025
Sociální náklady	1605	1 384	1 747	1 837	1 478
Daně a poplatky	1683	867	2 672	1 016	1 356
Odpisy DNM a DHM	31771	40 142	41 255	42 369	40 954
Tržby z prodeje DM a materiálu	34272	37 632	55 950	72 371	77 208
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	26194	31 642	49 327	62 159	67 395
Změna stavu rezerv a opravných položek	-25	1 399	-396	-875	-1 009
Ostatní provozní výnosy	72763	68 485	73 829	76 499	65 524
Ostatní provozní náklady	9627	7 422	8 332	7 419	8 930
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>48940</b>	<b>38 910</b>	<b>42 962</b>	<b>34 457</b>	<b>20 750</b>
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	9	34	60	51	16
Nákladové úroky	5382	3 996	2 208	2 119	2 006
Ostatní finanční výnosy	762	1 155	301	392	99
Ostatní finanční náklady	2674	3 559	2 832	2 642	1 953
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-7285</b>	<b>-6 366</b>	<b>-4 679</b>	<b>-4 318</b>	<b>-3 844</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	9450	5 643	7 741	6 147	3 968
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>32205</b>	<b>26 901</b>	<b>30 542</b>	<b>23 992</b>	<b>12 938</b>
Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
Mimořádné náklady	138	734	98	0	4
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0
<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>-138</b>	<b>-734</b>	<b>-98</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>32 067</b>	<b>26 167</b>	<b>30 444</b>	<b>23 992</b>	<b>12 934</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>41 517</b>	<b>31 810</b>	<b>38 185</b>	<b>30 139</b>	<b>16 902</b>

**Příloha č. 3/1**

Plánovaný výkaz zisku a ztráty pro optimistický scénář 2012 - 2016

	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží	1 299 390	1 525 452	1 619 332	1 707 517	1 794 117
Náklady vynaložené na prodané zboží	1 280 368	1 502 451	1 594 182	1 680 202	1 764 556
<b>Obchodní marže</b>	<b>19 022</b>	<b>23 001</b>	<b>25 149</b>	<b>27 315</b>	<b>29 561</b>
<b>Výkony</b>	<b>272 586</b>	<b>318 444</b>	<b>338 042</b>	<b>356 451</b>	<b>374 529</b>
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	271 253	318 444	338 042	356 451	374 529
Výkonová spotřeba	194 147	225 284	237 386	248 425	259 007
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>97 461</b>	<b>116 161</b>	<b>125 805</b>	<b>135 341</b>	<b>145 083</b>
Osobní náklady	101 817	120 344	128 619	136 546	144 447
Daně a poplatky	1 356	1 747	1 854	1 955	2 054
Odpisy DNM a DHM	40 954	40 954	42 177	44 243	47 088
Tržby z prodeje DM a materiálu	77 208	83 771	85 865	88 012	90 212
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	67 395	73 124	74 952	76 825	78 746
Ostatní provozní výnosy	65 524	77 574	83 044	88 306	93 569
Ostatní provozní náklady	8 930	10 123	10 376	10 565	10 719
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>20 750</b>	<b>31 214</b>	<b>36 735</b>	<b>41 523</b>	<b>45 808</b>
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	16	34	34	34	34
Nákladové úroky	2006	2 582	2 233	1 753	1 148
Ostatní finanční výnosy	99	542	542	542	542
Ostatní finanční náklady	1953	2 732	2 732	2 732	2 732
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-3844</b>	<b>-4 739</b>	<b>-4 389</b>	<b>-3 910</b>	<b>-3 305</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	3968	4 227	5 164	6 006	6 786
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>12938</b>	<b>22 249</b>	<b>27 181</b>	<b>31 608</b>	<b>35 717</b>
<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>12934</b>	<b>22 249</b>	<b>27 181</b>	<b>31 608</b>	<b>35 717</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>16902</b>	<b>26 476</b>	<b>32 346</b>	<b>37 614</b>	<b>42 503</b>

**Příloha č. 3/2**

Plánovaná rozvaha pro optimistický scénář 2012 - 2016

<b>Položka</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>625 624</b>	<b>685 671</b>	<b>720 607</b>	<b>755 993</b>	<b>792 801</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	346 804	350 443	355 408	360 379	365 303
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	212	402	617	838	1 012
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	310 592	314 041	318 791	323 541	328 291
Pozemky	31 390	31 390	31 390	31 390	31 390
Stavby	177 072	178 072	179 072	180 072	181 072
Samostatné movité věci	100 829	104 579	108 329	112 079	115 829
<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	36 000	36 000	36 000	36 000	36 000
Podíly v ovládaných a řízených osobách	36 000	36 000	36 000	36 000	36 000
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
<b>Oběžná aktiva</b>	271 983	326 844	354 916	383 003	412 033
<b>Zásoby</b>	160 076	198 257	218 987	240 272	262 690
<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	0	0	0	0	0
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	56 560	66 131	69 917	73 426	76 838
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	53 761	62 455	66 012	69 305	72 504
Časové rozlišení	6 837	8 385	10 283	12 611	15 465
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>625 624</b>	<b>685 671</b>	<b>720 607</b>	<b>755 993</b>	<b>792 802</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>262 428</b>	<b>288 904</b>	<b>321 250</b>	<b>358 863</b>	<b>401 367</b>
<b>Základní kapitál</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>
<b>Kapitálové fondy</b>	<b>7 991</b>	<b>7 991</b>	<b>7 991</b>	<b>7 991</b>	<b>7 991</b>
<b>Fondy ze zisku</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>
Zákonný rezervní fond	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Statutární a ostatní fondy	500	500	500	500	500
<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>219 004</b>	<b>231 937</b>	<b>258 413</b>	<b>290 759</b>	<b>328 372</b>
<b>Výsledek hospodaření běž. úč. období (+-)</b>	<b>12 933</b>	<b>26 476</b>	<b>32 346</b>	<b>37 614</b>	<b>42 503</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>362 166</b>	<b>395 345</b>	<b>397 394</b>	<b>394 419</b>	<b>387 692</b>
<b>Rezervy</b>	<b>64</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>16 690</b>	<b>15 394</b>	<b>14 199</b>	<b>13 097</b>	<b>12 080</b>
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>267 157</b>	<b>312 277</b>	<b>330 059</b>	<b>346 525</b>	<b>362 522</b>
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>78 255</b>	<b>67 674</b>	<b>53 136</b>	<b>34 797</b>	<b>13 090</b>
Bankovní úvěry dlouhodobé	78 255	67 674	53 136	34 797	13 090
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
<b>Ostatní Pasiva</b>	<b>1 030</b>	<b>1 422</b>	<b>1 963</b>	<b>2 711</b>	<b>3 743</b>

**Příloha č. 3/3**

Plánovaný výkaz zisku a ztráty pro pesimistický scénář 2012 - 2016

	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby za prodej zboží	1 299 390	1 340 479	1 351 925	1 372 681	1 398 766
Náklady vynaložené na prodané zboží	1 280 368	1 320 266	1 330 929	1 350 723	1 375 719
<b>Obchodní marže</b>	<b>19 022</b>	20 212	20 996	21 958	23 047
<b>Výkony</b>	<b>272 586</b>	<b>279 830</b>	<b>282 220</b>	<b>286 553</b>	<b>291 998</b>
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	271 253	279 830	282 220	286 553	291 998
Výkonová spotřeba	194 147	197 967	198 186	199 710	201 933
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>97 461</b>	<b>102 076</b>	<b>105 031</b>	<b>108 801</b>	<b>113 112</b>
Osobní náklady	101 817	105 751	107 380	109 770	112 617
Daně a poplatky	1 356	1 535	1 548	1 572	1 602
Odpisy DNM a DHM	40 954	40 954	42 177	44 243	47 088
Tržby z prodeje DM a materiálu	77 208	79 649	80 330	81 563	83 113
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	67 395	69 526	70 120	71 196	72 549
Ostatní provozní výnosy	65 524	68 167	69 330	70 990	72 950
Ostatní provozní náklady	8 930	8 896	8 663	8 493	8 357
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>20 750</b>	<b>23 231</b>	<b>24 803</b>	<b>26 079</b>	<b>26 962</b>
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	16	34	34	34	34
Nákladové úroky	2006	2 582	2 438	2 282	2 103
Ostatní finanční výnosy	99	542	542	542	542
Ostatní finanční náklady	1953	2 732	2 732	2 732	2 732
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-3844</b>	-4 739	-4 595	-4 438	-4 260
Daň z příjmů za běžnou činnost	3968	2 953	3 226	3 455	3 625
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>12938</b>	<b>15 540</b>	<b>16 982</b>	<b>18 185</b>	<b>19 077</b>
<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>12934</b>	<b>15 540</b>	<b>16 982</b>	<b>18 185</b>	<b>19 077</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>16902</b>	<b>18 492</b>	<b>20 208</b>	<b>21 641</b>	<b>22 702</b>

**Příloha č. 3/4**

Plánovaná rozvaha pro optimistický scénář 2012 - 2016

<b>Položka</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>625 624</b>	<b>646 039</b>	<b>661 998</b>	<b>680 888</b>	<b>702 009</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	346 804	350 443	355 408	360 379	365 303
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	212	402	617	838	1 012
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	310 592	314 041	318 791	323 541	328 291
Pozemky	31 390	31 390	31 390	31 390	31 390
Stavby	177 072	178 072	179 072	180 072	181 072
Samostatné movité věci	100 829	104 579	108 329	112 079	115 829
<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	36 000	36 000	36 000	36 000	36 000
Podíly v ovládaných a řízených osobách	36 000	36 000	36 000	36 000	36 000
Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
<b>Oběžná aktiva</b>	271 983	287 211	296 308	307 898	321 241
<b>Zásoby</b>	160 076	174 217	182 825	193 156	204 804
<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	0	0	0	0	3
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	56 560	58 112	58 371	59 028	59 906
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	53 761	54 882	55 111	55 715	56 527
Časové rozlišení	6 837	8 385	10 283	12 611	15 465
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>625 624</b>	<b>646 039</b>	<b>661 999</b>	<b>680 888</b>	<b>702 009</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>262 428</b>	<b>280 920</b>	<b>301 128</b>	<b>322 769</b>	<b>345 471</b>
<b>Základní kapitál</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>	<b>20 000</b>
<b>Kapitálové fondy</b>	<b>7 991</b>	<b>7 991</b>	<b>7 991</b>	<b>7 991</b>	<b>7 991</b>
<b>Fondy ze zisku</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>	<b>2 500</b>
Zákonný rezervní fond	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
Statutární a ostatní fondy	500	500	500	500	500
<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>219 004</b>	<b>231 937</b>	<b>250 429</b>	<b>270 637</b>	<b>292 278</b>
<b>Výsledek hospodaření běž. úč. období (+-)</b>	<b>12 933</b>	<b>18 492</b>	<b>20 208</b>	<b>21 641</b>	<b>22 702</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>362 166</b>	<b>363 697</b>	<b>358 907</b>	<b>355 408</b>	<b>352 795</b>
<b>Rezervy</b>	<b>64</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>16 690</b>	<b>15 394</b>	<b>14 199</b>	<b>13 097</b>	<b>12 080</b>
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>267 157</b>	<b>274 411</b>	<b>275 555</b>	<b>278 573</b>	<b>282 637</b>
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>78 255</b>	<b>73 892</b>	<b>69 153</b>	<b>63 738</b>	<b>58 078</b>
Bankovní úvěry dlouhodobé	78 255	73 892	69 153	63 738	58 078
Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
<b>Ostatní Pasiva</b>	<b>1 030</b>	<b>1 422</b>	<b>1 963</b>	<b>2 711</b>	<b>3 743</b>